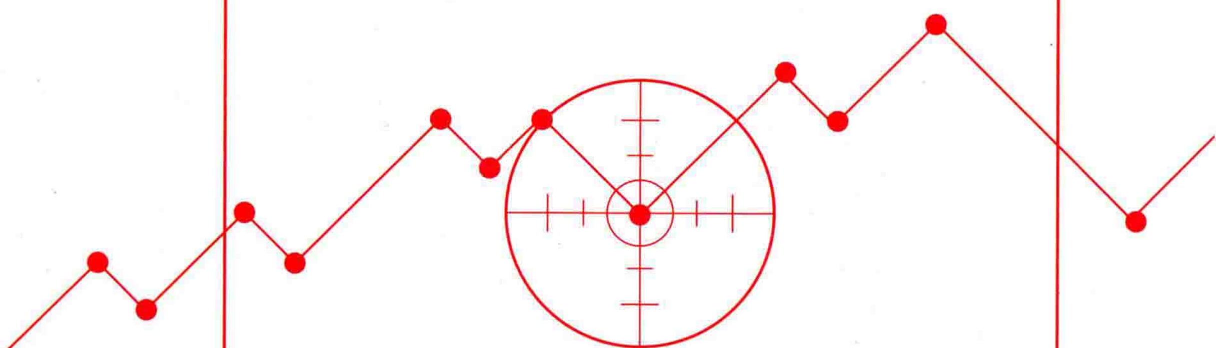
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值狙击

股市基本面实战

升级版

李卫红 余来文◎编著



摆脱盯盘的痛苦，轻松炒股！
用常识赚大钱！
一套不断创造奇迹的投资方法！

中国价值投资模式化第一书



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

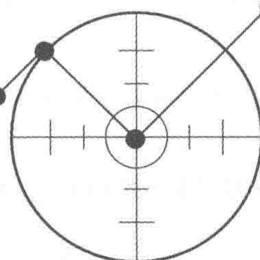
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值狙击

股市基本面实战

升级版

李卫红 余来文◎编著



摆脱盯盘的痛苦，轻松炒股！
用常识赚大钱！
一套不断创造奇迹的投资方法！

中国价值投资模式化第一书



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

价值狙击/李卫红，余来文编著. —北京：经济管理出版社，2017.1
ISBN 978-7-5096-4769-1

Ⅰ.①价… Ⅱ.①李… ②余… Ⅲ.①股票投资—基本知识 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 299885 号

组稿编辑：申桂萍
责任编辑：杨国强　张瑞军
责任印制：司东翔
责任校对：雨　千

出版发行：经济管理出版社
（北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层　100038）
网　　址：www. E-mp. com. cn
电　　话：（010）51915602
印　　刷：三河市延风印装有限公司
经　　销：新华书店
开　　本：720mm × 1000mm/16
印　　张：22.75
字　　数：395 千字
版　　次：2017 年 1 月第 1 版　　2017 年 1 月第 1 次印刷
书　　号：ISBN 978-7-5096-4769-1
定　　价：58.00 元

·版权所有　翻印必究·
凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。
联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号
电话：（010）68022974　　邮编：100836

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言 Preface

在很多投资者眼里，以基本面研究进行股市投资是一件难度很大且难以把握的事情，因此，技术分析类书籍成为投资者追逐的目标，但技术派投资的实际效果却很难尽如人意。

其实，基于基本面研究进行股票投资，如果能设定好投资框架，把几个关键问题解决好，在不具备深入的行业研究能力的情况下，依然可以利用各自的已知信息、利用常识、利用天赋的商业和政治头脑在股市上赚大钱。

需要解决的关键问题包括：

（1）当我们能够对事情做出明确的预判时，不知道市场本身会对我们的预判结果有何反应，也就是“找到了真相，却依然找不到方向”。

（2）在利好或者投资机会出现时，不知道市场或股价是否已经包含或消化了这个信息，也就是信息有没有被“PRICE IN”。

（3）通过基本面研究出的投资机会，相对于交易型机会，离盘面较远，需要持有一定的周期，在持有期内，如果大盘方向不明或处于下跌趋势，投资者该如何应对？

2016 版《价值狙击》在 2011 版的架构基础上，努力对上述问题进行突破，构建从信息到市场、从市场到操作的全流程方法体系。

本书立足于基本面研究，以价值投资理念为主基调，结合市场风格转换、行业淡旺季、经济周期阶段以及市场主旋律演变等因素综合分析，依据既定的成熟投资策略进行投资组合的动态配置。

在大盘研究方面，以简明、易懂的描述告诉投资者股市大盘涨跌的根源，引导投资者从日常的投资理财生活和易于获取的宏观经济统计数据对股市运行的大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波段做出明晰的自主性判断。

在投资机会篇里，以大量的投资实例，分门别类地向读者展示了基于基本面研究的各类股市投资制胜杀招，方便投资者在以后的投资实践中能够对号入座。

在选股方面，本书结合巴菲特的经典护城河理论，以及笔者在中国股市实战中丰富的经验教训总结，从具备长线投资价值的上市公司中寻找有中短线爆发力的投资机会，在安全第一的前提下谋求超额回报。

本书的风格是在理论思索的基础上结合了大量实战案例，并结合上市公司发展成长的曲折过程，进行投资时机的探讨，该类具有典型代表意义的案例汇集对读者的投资思路进行正确的引导，潜移默化地提高读者的股市投资实战功力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 Contents

第一章 投资理念与策略 / 001
第一节 投资理念 / 001
第二节 投资策略 / 010

第二章 股市大盘篇 / 021
第一节 投资与水池理论 / 021
第二节 中国目前各大类资产的基本情况及其相对吸引力 / 022
第三节 经济周期对大类资产收益的影响 / 044
第四节 从大类资产到股市大波段 / 049
第五节 大类资产与中国股市大盘走势历史案例分析 / 051
第六节 股市大盘上升和下跌的空间研究 / 063
第七节 大类资产竞争力调研分析 / 075

第三章 投资机会（类型） / 079
第一节 基本知识 / 079
第二节 行业型投资机会（业绩驱动型之一） / 082
第三节 行业洗牌型投资机会（业绩驱动型之二） / 106
第四节 企业内因型投资机会（业绩驱动型之三） / 130
第五节 关注度提高型投资机会（估值驱动型之一） / 138
第六节 事件驱动型投资机会（估值驱动型之二） / 151
第七节 相对价值套利型投资机会（估值驱动型之三） / 176
第八节 长线投资与机会把握——投资机会综合分析/ 179

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 投资机会（阶段与策略）/ 181
第一节 基本知识 / 181
第二节 业绩拐点和高增长阶段投资机会 / 183
第三节 预期和落地阶段投资机会 / 198

第五章 投资线索 / 213
第一节 未来研究的高度重要性 / 213
第二节 寻找投资线索的大方向 / 214
第三节 投资机会的线索和筛选 / 223
第四节 储备公司第一步——选择受益于趋势或事件的上市公司 / 231
第五节 储备公司第二步——筛选企业的长线成长因素 / 239

第六章 买卖时机 / 281
第一节 投资时钟 / 281
第二节 行业季节轮动 / 285
第三节 股市投资风格轮换 / 287
第四节 实战中的投资时机把握 / 299
第五节 熊市战机——2001~2005 年 4 年熊市中的 3 个大级别反弹分析 / 318

第七章 研究与风险控制 / 323
第一节 公司估值与投资机会综合对比 / 323
第二节 通用研究技巧 / 328
第三节 正反两面研究 / 335
第四节 过程研究 / 338
第五节 风险控制 / 355

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

‖第一章|

投资理念与策略

第一节 投资理念

一、为什么必须重视长线选股——股市投资利润的真实来源

（一）短线收益高低的概率取决于长线涨幅

股市的财富来源于两个方面：一方面，来源于投资者之间相互的博弈，即你挣我的钱、我挣你的钱；另一方面，更重要的是，通过股市的资金流动，投资者能够把资金更多地配置到有前途的行业、公司和产品中，支持它们的发展，从而创造社会财富。

让我们做个形象的比喻：一只只股票就像是水中的一艘艘舰船，不同的舰船有不同的投资者，舰船向远方驶进。投资者在不同的舰船上拥挤“拼杀”，为了能够比其他投资者多向前移动一步。其实，在一定周期内，船走了多远才是你投资收益的基准值，投资者短线搏杀的技术和效果体现在你的收益是这个基准值的多大比例，普通人也许只有 0.5 倍，短线高手也许能够有 1.5 倍，但请你永远牢记，“船能走多远”才是你投资收益的基准值。

（二）做好短线的秘诀——在快船中游戏

让我们来举个实例（见图 1-1）：1996 年，云南白药（000538）和深达声

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（000007）股价都在10元左右，深达声的股性活跃程度强于云南白药。20年来，深达声相对于大盘涨幅很小，如果扣除交易佣金、印花税和相应的利息，坚持在深达声上博弈的投资者整体实际可能是亏损的，即便你是超级短线高手，又有多大的概率挣到很多钱呢？而同期，云南白药上涨了160多倍，如果你一直在云南白药上做短线，你持有期占股票整个上涨期的比例乘以股票上涨的幅度将是你投资收益的基准值，试想一下，即便你短线水平不够，你的收益是不是也将非常可观呢？



图1-1　云南白药

所以，即便是做短线投资，我们也应该下更大的功夫选择投资对象，而不是在细小的波动上大伤脑筋。

为了充分说明这一点，笔者以精确数据进行分析：

如果认可大盘短线是随机波动的，则我们可以假设大盘短线投资收益率的概率符合正态分布，我们通过导出上证指数的行情序列进行统计分析，以此获得短线操作成功率的概念性感知：

1. 上证指数从1996年初到2009年底（699周，168个月）

每次操作持有一周的周收益率平均值为0.33%，收益率标准差为3.9%，标准差为收益率期望值的11.8倍，如以这699周作为样本，投资上证指数并持有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周，不考虑交易成本，亏损的概率为46.63%，即NORMDIST（0，0.33%，3.9%，1）=46.63%，如果以2‰作为交易成本，那么亏损的概率上升为48.67%，即NORMDIST（2‰，0.33%，3.9%，1）=48.67%。

每次操作持有一个月的月收益率平均为1.44%，收益率标准差为8.78%，标准差为收益率期望值的6.1倍，如以这168个月作为样本，投资上证指数并持有一个月，不考虑交易成本，亏损的概率为43.48%，即NORMDIST（0，1.44%，8.78%，1）=43.48%，如果以2‰作为交易成本，那么亏损的概率上升为44.38%，即NORMDIST（2‰，1.44%，8.78%，1）=44.38%。

每次操作持有一年的年收益率平均为25.17%，收益率标准差为53.72%，标准差为收益率期望值的2.1倍，如以这14年作为样本，投资上证指数并持有一年，不考虑交易成本，亏损的概率为31.97%，即NORMDIST（0，25.17%，53.72%，1）=31.97%，如果以2‰作为交易成本，那么亏损的概率上升为32.1%，即NORMDIST（2‰，25.17%，53.72%，1）=32.1%。

由以上大盘14年的统计数据分析，我们得到一个意外的证明：持有周期越短，亏损的概率越高；持有周期越长，亏损的概率越小。上证指数是我们比较的一个基准，下面我们再来对比研究作为长线股的云南白药和仅被作为短线炒作股的深达声在短线炒作过程中的胜率分析。

2. 14年来周平均收益率的标准差与周平均收益率的值

云南白药的周平均收益率为0.82%，标准差为5.81%，标准差为收益率的7倍，如果以2‰作为交易成本，那么投资云南白药并持有一周后亏损的概率为45.73%，云南白药这只上涨100倍的大牛股，如果仅做一周的交易，都能让投资者有高达45.73%的亏损可能，引人深思。

深达声的周平均收益率为0.56%，标准差为7.69%，标准差为收益率的13.7倍，如果以2‰作为交易成本，那么投资深达声并持有一周后亏损的概率为48.13%。

3. 14年来月平均收益率的标准差与月平均收益率的值

云南白药的月平均收益率为3.35%，标准差为11.1%，是平均收益率的3.3倍，如果以2‰作为交易成本，那么投资云南白药并持有一个月后亏损的概率为38.83%。

深达声的月平均收益率为2.49%，标准差为16.85%，是平均收益的6.8倍，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果以2‰作为交易成本，那么投资深达声并持有一个月后亏损的概率为44.6%。

4. 14年来年平均收益率的标准差与年平均收益率的值

云南白药的年平均收益率为45.29%，标准差为46.57%，如果以2‰作为交易成本，那么投资云南白药并持有一年后亏损的概率为16.64%。

深达声的年平均收益率为35.21%，标准差为83.93%，如果以2‰作为交易成本，那么投资深达声并持有一年后亏损的概率为33.83%。

1996年1月1日至2010年1月1日，云南白药上涨了98倍，深达声上涨了554%，大盘上涨了490%。

深达声的年平均收益率为35.21%，高于大盘近10%，但由于深达声的短线活跃，波动幅度较大（表现为标准差很大，83.93%），所以以年为投资周期买入深达声亏损的概率还稍高于大盘（见上文数据），可见，股性活跃是把双刃剑，在较快带来投资回报的同时使亏损的概率增加。

除此之外，我们可以很清楚地看到，云南白药作为长线股，相比于深达声的短线活跃股，长线利好因素无时无刻不蕴藏在短线操作的效果之中，云南白药对比深达声，无论是持有一周还是一个月，其收益率期望值更高，亏损的概率更低。所以，即使是短线投资，长线利好因素的汇集也是投资获利背后看不见的决定性因素，而活跃的股性其实只是用更高的亏损概率换取更快获利的一把双刃剑。

同时，“期望值=投资者持有期占股票整个上涨（下跌）时间周期的比例×股票上涨（下跌）的幅度”将是你投资收益的基准值。

二、为什么以基本面研究为主

技术分析和基本面研究都是基于人类的行为习惯而寻找股市运行的规律并期望从中获利，实在是没有高下之分。

不同的是，技术分析着眼于股市运行本身，其假设前提是一切基本面因素都将在股市运行中体现出来。而基本面研究着眼于股市运行背后的经济和金融规律。

那么，我们为什么要以基本面研究为主呢？

（1）技术分析门槛低，规律稳定性差。技术分析从股市运行本身寻找规律，对经济金融专业知识没有要求，普通投资者都可以研究摸索，因此进入门槛低，交易技巧易于传播。而且，技术分析着眼于投资者交易行为本身，而交易行为博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弈成分大，交易行为的必然性差导致从中发现规律的可变性强，因此规律本身一旦广为人知，其价值便会减弱甚至消失。而基本面中的规律则相对稳定得多。

（2）技术分析的长线价值不确定。技术分析从股市运行本身发现规律，对规律的成因和演变逻辑完全没有深入的研究，因此，在使用过程中，并不知道该规律何时失效。又鉴于规律本身有一定的概率，并不能因一时不准就认定该规律失效，因此，规律的失效往往是在使用者不断亏损的情况下发生的。由于技术规律在发现之初影响的资金规模较小而在确认准确之后影响的资金规模较大，所以在后期验证失效这个阶段给投资者所造成的亏损未必小于其前期给投资者带来的收益，技术分析的长线价值不确定。

（3）基本面研究的改进空间更大。与技术分析相比，基本面研究所涉及的方面太多，如果没有经过长期投资研究经验的积累沉淀，相比技术分析，付出 10 倍以上的辛苦，未必能获得 1/10 的收获，即便某一阶段获利不菲，也往往是无意识地顺应了某一规律，而不是建立在对规律的充分认识和把握的基础上，因此，获利的稳定性和持续性差。但基本面研究存在一个长期积累和提高的过程，而且与技术分析以个人高手形式出现不同，通过团队合作进行基本面研究可以明显提高效果。

因此，笔者并不建议以股市投资为娱乐的投资者采取基本面研究的路线，但作为有志于证券投资的专业人士或专业团队来说，以基本面研究为主是必然的选择。

三、为什么选择阶段性持有——长线投资危机四伏

长线选股或者选时不好，结局更惨。

长线投资是非常难的，不仅需要谦虚的研究风格，丰富的投资经验，专业的判断能力，还需要极为深刻的洞察力，极富前瞻性的眼光，甚至还需要一些运气。如果你认识不到这些，单纯地坚持长线是金，面临的很可能是极为悲哀的结局。股市中最凄惨的投资者就是那些盲目的长线投资者，股市中跌得最惨的股票往往也是那些被大家一致看好并坚定认为能够带来巨大长远价值的公司。而且这些公司的股票跌起来往往速度快、持续性强，给投资者带来巨大的损失。

下面简单举一些例子：

2000~2002 年，美国股市回调中跌幅比较大的股票有：美国在线时代华纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（两年半跌去 91%），亚马逊（1 年 9 个月跌去 95%），思科系统（2 年半跌去 90%），康宁（2 年跌去 99%），爱立信（两年半跌去 99%），通用电气（2 年跌去 65%），英特尔（2 年跌去 83%），摩根大通（两年半跌去 77%），麦当劳（3 年 3 个月跌去 75%），太阳微系统（2 年跌去 96%）。

《股市心理博弈》一书中记载了 20 世纪初美国股市上一家叫"纽黑文"的铁路运营公司，该公司在新英格兰州垄断经营铁路业务，其铁路网络不仅覆盖整个新英格兰州，甚至还覆盖了纽约等地，该公司被广泛接受为绩优蓝筹股，鉴于 20 世纪初铁路股在美国股市中的突出地位，纽黑文公司在当时人们心目中的地位不亚于目前中国股市的招行和平安。大家对该股是如此的有信心，以至有位老人在临终前把自己所有的财产转换成纽黑文股票，并明确规定了遗产继承条件：任何情况下，一律禁止继承人出售该股票。但是纽黑文股票并不争气，在老人去世两年后开始下跌，从 250 美元下跌到 100 美元，从 100 美元下跌到 50 美元，一路狂跌到了 1 美元，最低跌到了 6 美分/每股。老人的巨额财富也因为以法律形式禁售而化为乌有。

前几年股市高涨时，经常有人告诉笔者，如果不是急着挣钱，就买万科和招行，他们认为"虽然不知道股票的短期收益情况，但至少知道 10 年后这两家企业能够给我赚很多钱"。

没有人知道 10 年后能涨多少。目前中国股市中的长线投资者很多不是基于高超的投资水平和真正万无一失的未来判断，而往往是基于过度自信。

可长线持有的股票难以挖掘，上市公司的成长之路是一步一步走出来的，外部经营环境变幻莫测，企业的每一步发展都存在巨大的风险。寻找长线投资品种并倾一生持有所需要的智慧远远超出正常人的能力极限，成功者在高超的投资水平之外需要运气成分。

再看巴菲特的发迹史，早期的巴菲特在经历了数年投资颇有积累之后，几乎是倾其所有投资了《法布罗晚报》，在当时来说就是决定其一生的最大赌注，但该报纸实在不争气，在当地《法布罗日报》的激烈竞争下，不断亏损，巴菲特可谓是办法想尽，现金流几近断裂。如果一味按照长线投资理念，这个时候是应该继续坚持还是放弃呢？

而偏偏这个时候，奇迹出现了，竞争对手《法布罗日报》内部出现问题，主动撤出了法布罗。不仅如此，小城法布罗不久以后也逐渐进入人口的高速发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期，《法布罗晚报》的成功为巴菲特积累了巨大的财富，使其得以成就今日的辉煌。而辉煌与没落之中的偶然性令人深思。

四、巴菲特的成功在于“投资理念和资金来源的匹配性”而非单纯的“投资理念”

（一）相同投资理念的人成功者并不多

再看被价值投资者奉为神灵的巴菲特，自从美国 20 世纪 30 年代股灾之后，美国投资者就开始反思，价值投资之风开始兴盛，巴菲特启蒙老师格雷厄姆门下弟子众多，投资理念与巴菲特同属一类，但最终真正成功的又有几个？

（二）价值投资的关键

1. 短期被套不可避免

估值总是会有很大的误差。从基本面角度看，对公司的了解程度、公司每年盈利增长变动、消费者需求变化甚至宏观经济的短期影响，加上每个人对资金回报率的要求不一样，诸多因素导致估值永远是模糊的，而达不到精准的程度。

另外，在中国这个新兴市场，整个市场处于理性的阶段很少，不是过于乐观就是过于悲观，股价在大涨和大跌之间做过山车运动。

尽管为了寻求本金的安全，每一个价值投资者孜孜以求尽量获得较高的安全边际，但再高的安全边际也不能保证市场价格不会低于你的买价，不会造成短期的浮亏。而且，安全边际的设定也不能太高，因为太高的安全边际可能会失去很好的投资机会，也就是说，你不可能等到最高的安全边际，安全边际总是相对的。

价值投资鼻祖格雷厄姆和投资大师巴菲特都经历过不少短期被套的事情。

巴菲特投资《华盛顿邮报》的举动，今天已经成为一个伟大的投资案例，但在巴菲特刚投资的前几年，恐怕没有几个人敢说巴菲特做了一次伟大的投资。1973 年，巴菲特以自认为《华盛顿邮报》内在价值的 1/4 买入，这样的安全边际已经够高了吧，但市场的情绪很难预测，在巴菲特收购之后的两年，公司股票价格持续下跌，其投资总额从 1973 年的 1000 万美元下降到 1974 年的 800 万美元，一直到 1976 年股票价格依然低于巴菲特的买入价格。

2. 对于价值投资者来说，资金的期限是致命的，持续的资金来源是创造奇迹的关键

设想一下，如果当时巴菲特的资金期限出了问题，一定要抽走资金，那么还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一个投资盈利上百倍的伟大案例吗？可见，资金期限是价值投资者的命根。

另外，巴菲特常常在股票价格低于自己买价的时候继续买入更多份额，获得更多廉价筹码，为未来储藏了获得暴利的机会，但我们普通人往往没有这样充足的资金，看到这样的机会却无资金买入。这从另一个方面说明，资金的无限期和持续投入可以帮助价值投资者创造奇迹。

3. 巴菲特极为重视组织资金来源的方式

巴菲特从简单的代客理财，发展到组织有限合伙公司，再到控股保险公司，其寻找持续稳定长线资金来源的努力是其最终成功的关键。

不同的投资理念需要不同的配套条件才能成功，就像你认准了一粒大树的种子，如果你没有肥沃的土地，只能把它埋在家中的水泥里并期望它能长成参天大树，那是不是很可笑呢。

价值投资者要想成功，一定要获得尽可能长的资金期限，那些短期的钱是无论如何都不要入市的。资金期限决定了价值投资是否成功，也是一个投资者投资与投机的分野。

遗憾的是，我国目前的金融环境下，长线资金总是相当有限，而中短期资金则相对富裕。

五、为什么选择阶段性持有——做中线投资为主

（一）中国股市的超短线投资竞争过于激烈

站在价值投资的角度看，股价的上涨根源来自于经济发展和企业成长，那么股价上涨的幅度自然是和持股时间成正比的。从中国国情看，中长线投资就像一个大蛋糕，却只有有限的人来分，短线投机就是个小薄饼，却有众多“全副武装的正规部队”在争抢拼杀。在同样的投资期限内，要获得同样的回报率，短线投资者至少要多付出 10 倍以上的辛劳。

对于能够有更长期限闲置资金的投资者来说，应该尽量把投资目光拉长到资金能够承担的时间跨度，拿中长期资金去博短线无异于放弃山珍海味去和乞丐抢稀饭。

（二）短线投机相关因素太多，投资技巧难以持续改善

巴菲特经常提到的“能力范围”指的是个人的能力范围，这个能力范围肯定不能包罗万象，必然也有其局限性。对投资者个人来说，要扩大自己的能力范

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

围，首先要了解到哪里去扩大，是否在人类的能力范围之内。

在股票投资中，我们很难明确地指出哪些变化是随机的，是在人脑能力范围之外的；哪些变化是有规律可循的，值得花时间去研究。但是，在哪些领域里容易提高自己的能力范围，哪些领域里比较困难，应该还是比较容易判断的。

对于大多数人来说，做短线投机，相关因素太多，波动偶然性很强，投资技巧难以持续改善，这一点相信大家都有切身感受。但如果把投资周期适当拉长，随着股价上涨或下跌幅度的扩大，偶然波动的重要性就会下降，关键因素的作用将会凸显，投资者只要抓住了关键因素发展变化的主线，获利将变得非常确定。从这个角度看，对于大多数投资者来说，持股周期相对较长的投资技巧因相对简明而更加容易掌握和改进，从而也更值得大家花费更多的时间和精力去研究及实践。

（三）长线投资难以推进的理论思考

1. 微小的差异能产生巨大的长期影响，精准的判断超出人脑的范围

拉斯·特维德的《金融心理学》中有关“混沌支配”的论述中，引用了“蝴蝶效用”、“分叉规律”、“外界随机扰动”等各种现象证明了“确定性混沌”。也就是说，未来的混沌现象是确定的，任何预测长期事件和长期定量分析的努力都是徒劳无益的。

所以，人们精准预测公司未来发展前景的能力是值得怀疑的，因为决定公司前途的可能是一些非常细小、不易察觉的细节。

2. 进化过程是没有远见的，长线投资者可能死在路上

生物进化的过程绝对遵守了一句流行的格言“活在当下”。达尔文说过，如果你在自然界里发现了只有一半翅膀的鸟的话，则证明进化论是错的，因为根据进化论的观点，这种情况是不可能发生的，任何变异都应能帮助你提高生存能力或至少不降低它。半只翅膀尽管在长齐全后可能会有很大的竞争优势，但只要它现在没有竞争优势，就不会被生存环境所容忍：如果现在没用，你就去死吧。

当然，投资人的耐心会比大自然稍好一些。你说我现在不赚钱，但将来能赚大钱，投资人还能容忍几年。若时间再长的话，他通常也会失去耐心。

而且，所谓“眼光”、“远见”是一种很容易被高估的东西。20 世纪 80 年代日本企业的鼎盛时期，大家都称赞日本公司有远见，批评美国企业只顾一个季度的眼前利润，缺乏长远的眼光。20 多年过去了，“有远见”的日本经济还在持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的衰退中挣扎，而“缺乏远见”的美国公司则推动了一波又一波的技术革命。

有鉴于上文所述，本书把注意力更多地集中在介于长线和短线之间的中线投资上。

第二节　投资策略

一、理论基础——图解股价变化过程

如图 1–2 所示，斜线代表投资收益率（包括资本利得和资本增值，就是说包括分红和股价上涨收益）或者上市公司利润的增长速度（以价值投资的角度来理解，这两者从长期来看应该是一致的）。

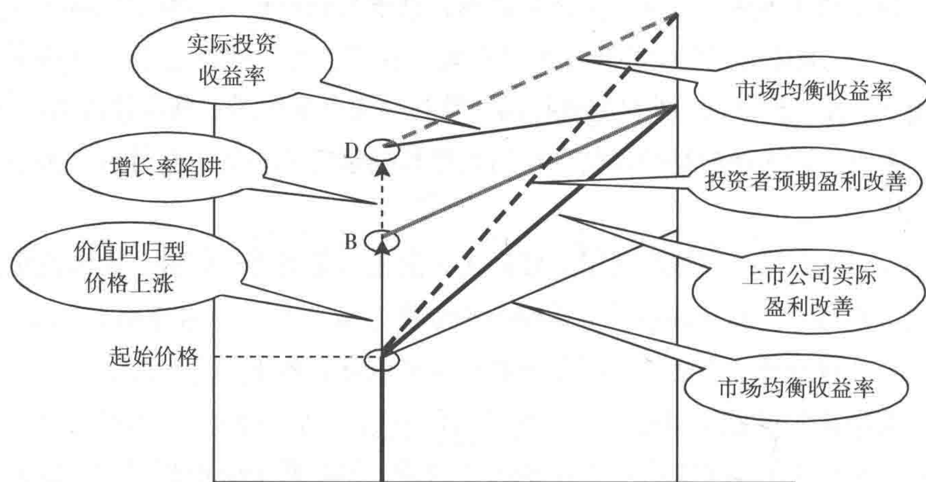


图 1–2　增长率陷阱

市场均衡收益率代表着资本市场的平均预期收益率，是一种理论上的收益率，等同于所有股票的总体投资收益率。

当上市公司出现某种利多因素时，市场中过于乐观情绪的存在、趋势投资者以及预期公司利润将按照深色虚线的斜率增长的价值投资者综合作用，将该上市公司的股价从起始价格推高至 D 点，以达到市场均衡收益率，但实际上公司的利润仅按照砖红斜线（上市公司实际盈利改善线）的斜率增长。也就是说，该上市公司的股价仅值 B 点的价格。其实说简单一些，也就是股价出现了对未来增长的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过分透支。在这种情况下，以 D 点买入并持有的投资者最终仅能获取黑斜线的较低收益率，若透支过分，投资者甚至将出现亏损。

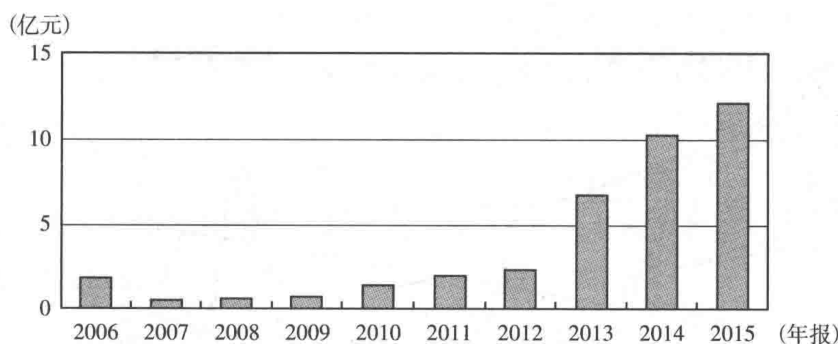


图 1–3 净利润

增长率陷阱案例：

（300027）华谊兄弟近些年业绩增长迅猛，是难得的优秀公司。但如果你在 2013 年 9 月买入，至 2016 年 7 月近 3 年时间里跑输大盘。

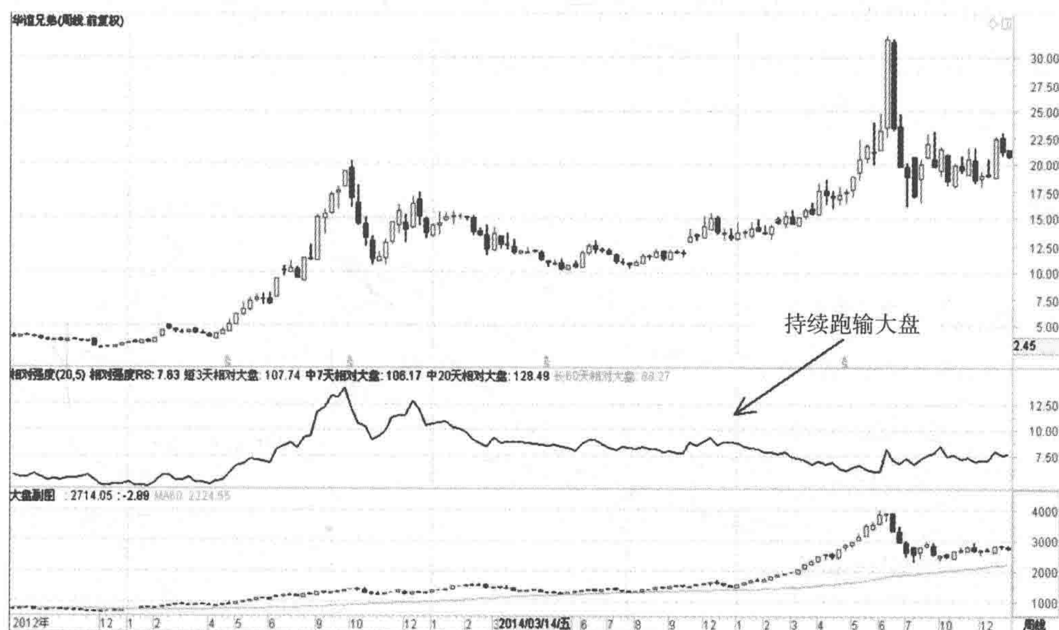


图 1–4 华谊兄弟

大冷股份也是不错的上市公司，1993 年 12 月 10 日到 2010 年 4 月 12 日，股价上涨了 7 倍，但是大冷股份在 1997 年由原君安公司承销配股之时被爆炒，1997 年 5 月 5 日股价最高涨至 29.60 元，当天买入的投资者即使持有至 2010 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 月 12 日，仍亏损 6.52%，持有一家持续成长的优质上市公司 13 年仍不能解套，足见股市有时疯狂之程度，再好的公司也要以合理的价格买入。

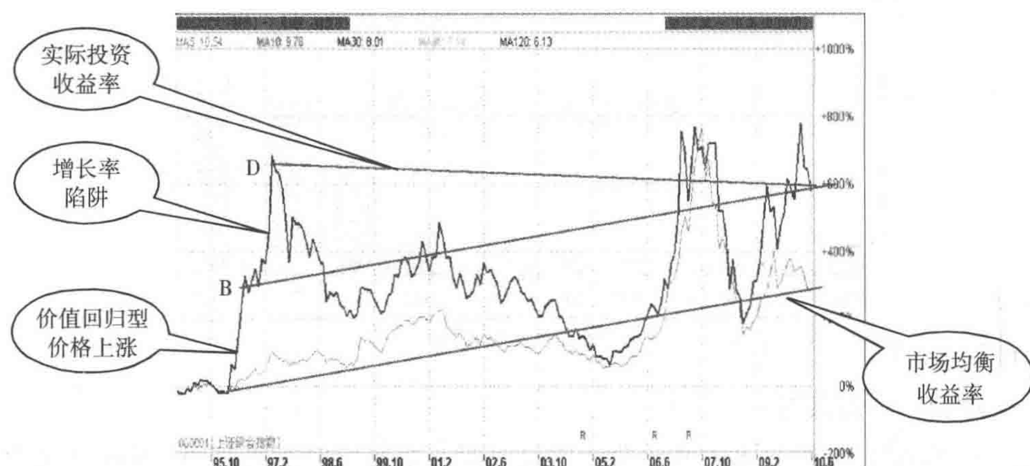


图 1–5　增长率陷阱案例

如图 1–6 所示，斜线代表投资收益率（包括资本利得和资本增值，就是说包括分红和股价上涨收益）或者上市公司利润的增长速度（以价值投资的角度来理解，这两者从长期来看应该是一致的）。

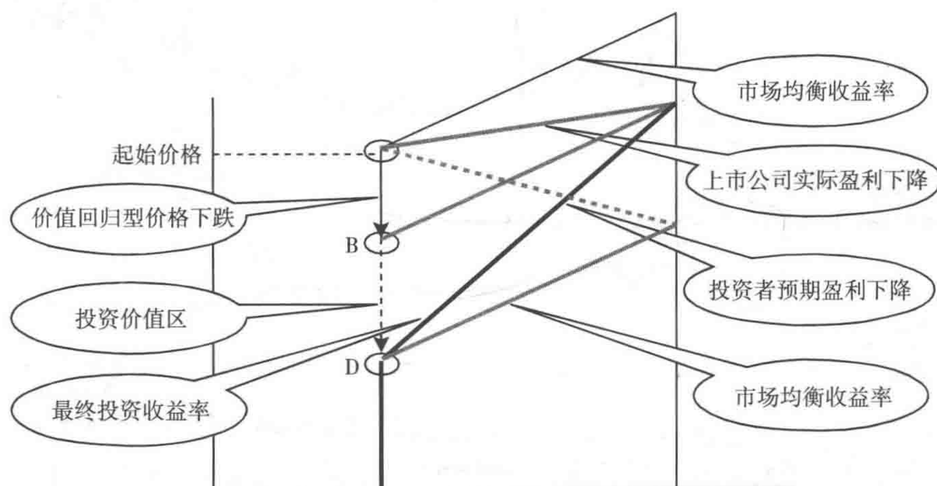


图 1–6　价值回归

市场均衡收益率代表着资本市场的平均预期收益率，是一种理论上的收益率，等同于所有股票的总体投资收益率。

当上市公司出现某种利空因素时，市场中过于悲观情绪的存在、趋势投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及预期公司利润将按照细黑线（投资者预期盈利下降线）的斜率下降的价值投资者综合作用，将该上市公司的股价从起始价格压低至 D 点，以达到市场预期中的均衡收益率，但实际上公司的利润仅按照砖红斜线（上市公司实际盈利下降线）的斜率变化，该上市公司的股价应值 B 点的价格。其实说简单一些，也就是股价出现了对未来增长的过分悲观。在这种情况下，市场因出现脱离基本面的极度悲观，在 B 点到 D 点区间买入的投资者长线将获利丰厚，以 D 点买入并持有的投资者最终将能获取粗黑线（最终投资收益率线）的较高收益率。

价值回归案例 1（见图 1–7）。

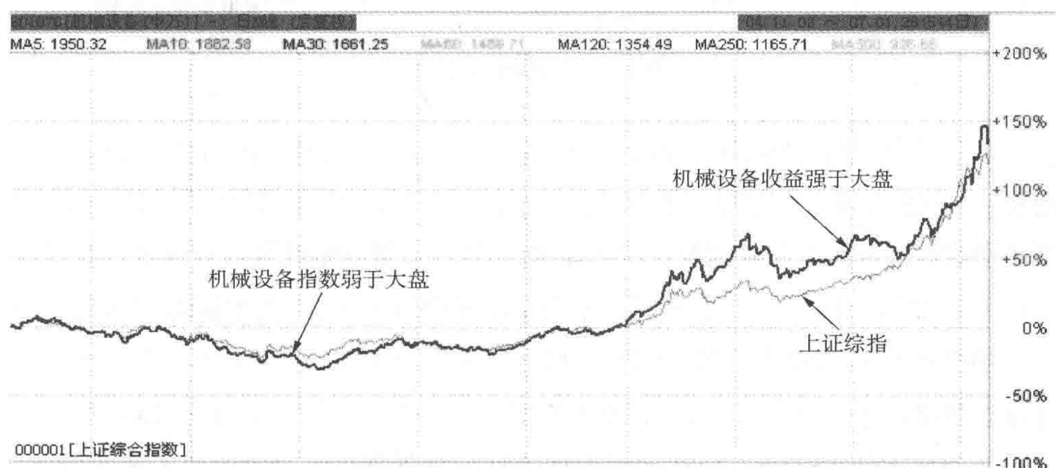


图 1–7 价值回归案例 1

2006 年之初的机械行业不被大家看好："中金公司：工程机械行业 2006 年展望——反弹而非反转"、"国信证券：工程机械行业——谨慎看待行业复苏预期"、"国泰君安：机械设备——装备制造与并购重组是行业减速中的亮点"。

但是机械设备出口市场的增长超过了预期，机械设备申万二级行业 2006 年涨幅排名达到第五，行业加权平均年度涨幅 141%，超越全部 A 股加权平均总涨幅（114%）27 个百分点，天地科技、三一重工、柳工、山推等许多公司年度涨幅达到 3 倍以上。

价值回归案例 2（见图 1–8）。

2004 年的士兰微（600460）：2003~2005 年，市场对于士兰微一片看淡之声，"士兰微制造业务拖设计业务后腿"、"士兰微：市场竞争激烈"、"申银万国：盈利能力下降，建议观望"、"设计能力仅限于中低端芯片"、"把募集资金的大部分投入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

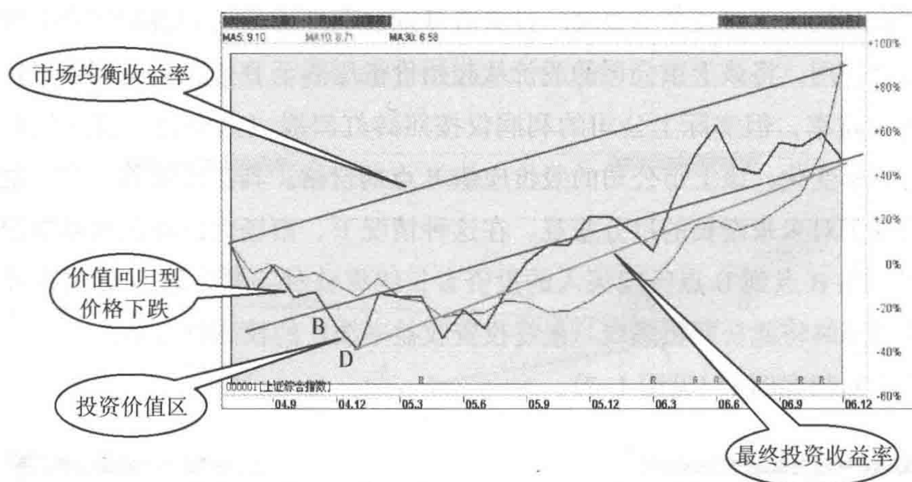


图 1-8　价值回归案例 2

技术等级并不高的 6 英寸生产线”、“2005 年士兰微——业绩大幅下滑，行业风险凸显”、“中金公司：士兰微，灰色‘2005’，调整为无评级”等等。但是，一方面是长期的看淡使士兰微的股价跌到了低位。另一方面也使投资者忽视了士兰微所在行业的整体性机会。实际上，2005 年初，中国大陆已经逐步成为全球电子产品的制造中心和消费大市场，对半导体的需求逐年攀升。2004 年，中国大陆半导体市场规模为 310 亿美元，比 2003 年增加超过 50%。所以，尽管 2005 年士兰微的净利润下降了 24%，但在大盘整体下跌的背景下，士兰微逆市大涨 70%多，位列 A 股 2005 年涨幅排名第一名。

那么，如何去判别增长率陷阱图中的增长率陷阱区和价值回归图中的投资价值区的边界呢?

(一) 价值分析——定量概算

基本的公司估值方法：对于金融类和强周期型公司，估值应重视净资产；对于缓慢持续增长型公司，应该以净利 /(利率 - 增长率) 的公式为主；对于成长型公司，运用 PEG 指标比较合理；对于高速成长的公司，应该采用分段估值累加的模式。对公司估值一定要灵活运用，切忌用一个模式去套。

本书增长率陷阱图和价值回归图的虚线与实线的区分主观性很强，任何人无法精准计算，我们可以通过上述基本的公司估值方法进行概算，并和国际同行业公司、该公司历史估值进行比较大致确定边界。

定量分析不可能精确，也不需精确，掌握基本的定量分析并不难，关键在于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勤勤恳恳地去应用。

（二）其他定性特征

1. 增长率陷阱图中增长率陷阱区的特征

（1）利多利空信息传播状态：利好以非常口语化最简短明快的方式被广泛传播，利空尚需详细解释才能说清楚。

（2）投资者情绪特征：利好信息被以不求甚解的态度传播，而投资者包括专业机构对利空信息以怀疑谨慎的态度对待。

（3）股价特征：股价在一片喝彩声中进入增长率陷阱区，虽然此时股价被高估，但由于利好被广泛和深刻地理解及接纳，股价易涨难跌，时不时出现涨停板，短线机会不断。

2. 价值回归图中投资价值区的特征

（1）利多利空信息传播状态：利空以非常口语化最简短明快的方式被广泛传播，但利多尚需详细解释才能说清楚。

（2）投资者情绪特征：利空信息被以不求甚解的态度传播，而投资者包括专业机构对利好信息以怀疑谨慎的态度对待。

（3）股价特征：股价在一片悲观声中进入投资价值区，虽然此时股价被低估，但由于利空被广泛和深刻地理解及接纳，股价易跌难涨，时不时出现大跌，投资者会有“一买就套”的感觉。

图解股价变化对股市投资的实用价值：

图 1-2 和图 1-6 主要是以直观的形式帮助大家理解股价上涨的过程和量度并辅助我们的投资决策。

在投资决策中，要努力发挥“快”的优势，获取增长率陷阱图中红实箭头段的利润（买），回避价值回归图中红实箭头段的风险（卖）。借助一定的定量研究手段和利用上文的经验判断回避增长率陷阱图中蓝虚箭头段风险（卖），借助一定的定量研究手段和利用上文的经验判断来获取价值回归图中的蓝虚箭头段风险超额收益（买）。

理想的愿望是企图享受增长率陷阱图的虚线利润和回避价值回归图的虚箭头线风险，追求卖到最高和买到最低，这是一种过于追求完美的心态。通常的做法和原则是：不在增长率陷阱图的虚箭头线部分主动买入，已有仓位可以以谨慎警惕的心态继续持有，等待技术卖点出现而享受部分泡沫利润；不在价值回归图的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虚箭头线部分主动卖出，需要加仓的可以等待技术买点出现，以享受市场情绪化带来的超额收益。但这样做的风险是丧失真正的最佳买卖点，因为无论是想买到最低还是想卖到最高的想法都是在追求小概率事件，而追求小概率事件是投资的大忌。

提示：增长率陷阱图的虚线部分是铺满鲜花的陷阱，在这个阶段博弈长期是负和游戏，但它往往是股价涨升最快的阶段，在这个阶段逆市操作，存在短期精神上的折磨（踏空），真正做到这点需要成熟的投资理念以及系统的投资方法为支撑。而价值回归图的虚箭头线部分则恰恰相反，在这个阶段做多，长期看存在超额利润，但它往往是股价下跌最猛的阶段（容易短线吃套）。

所以，成熟的投资理念对于长期投资的成败至关重要，无论是在增长率陷阱图的虚箭头线部分因卖出而踏空，还是在价值回归图的虚箭头线部分因买入而被套都是正确的决策，而投资的成败在于后续的坚持。

二、投资策略——价值投资　矩阵策略

本书的投资理论以最简化资本资产定价模型为基础，该公式为：

$E_i = \alpha_i + \beta_i E_M + \omega_i$

$\beta_i E_M$ 的含义是个股的期望收益等于市场的期望收益乘以反映个股风险溢价与市场风险溢价的系数的 β 值。β 值俗称股性，β 部分反映的是大盘整体涨跌对个股投资收益所带来的影响。α 反映的是包含企业经营管理在内的非系统性因素带来的个股投资收益超出大盘因素影响结果的那部分超额收益，我们称之为“投资机会”。

我们的投资策略是：

在 β 方面：

波段策略：放弃小波段，集中精力于股市大盘大波段的研判。

结合 α 因素：

策略倾向性：更多依赖对具体投资机会的把握，较少依赖大盘和宏观分析。

理由：越具体则确定性越高，越宏观则确定性越低。

投资策略可以概括为“价值投资矩阵策略”，绘制表格如表 1-1 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-1 价值投资矩阵

投资策略	强急 α 多	中急 α 多	强缓 α 多	弱急 α 多	中缓 α 多	弱缓 α 多
E 上 + 强 β						
E 上 + 弱 β						
E 平 + 强 β						
E 平 + 弱 β						
E 不清 + 强 β						
E 不清 + 弱 β						
E 下 + 强 β						
E 下 + 弱 β						

纵向第一列表示的是 β 方面对个股股价的影响，E 代表大盘，E 上为预期大盘上涨，强 β 表示目标个股对大盘指数涨跌的弹性较大，E 不清表示对大盘未来走势判断不清。

横向第一行表示的是 α 因素对个股股价的影响，即行业、主题或个股出现的投资机会，我们运用两个指标对投资机会进行界定：一个是强弱；另一个是缓急。

举例来说，对于单个投资机会来说，如果判断大盘是向上的，而且目标公司对大盘正相关且弹性大，并且有 α 型投资机会，而且投资机会发生效应的力度强、时间快，则该投资机会位于上表第二行和第二列的交会处。这类投资机会是最理想的投资机会，不应计较短线的技术买点问题，最为正确的策略是立即买入。

关于 α 和 β 的进一步说明：

（1）对于 α 的强弱缓急的判断我们整理在后文的《投资机会检视表》中。投资机会中的 α 可能来自行业、主题或个股方面。对其强弱缓急的判断需要具备一定的投资经验。例如：产品价格小幅上涨对高 PS 的公司是强 α，但对于低 PS 的公司就是中、弱 α 了，销售量一定幅度的增长对于重资产公司可能是强 α，但对于轻资产公司的利好作用就相对有限，等等。

（2）超越主流机构挖掘 α。α 固然重要，但是如果其已经在市场上充分反应，甚至已经进入了增长率陷阱图中的增长率陷阱区的话，那也是无效甚至是有害的 α 了。导致个股强于大盘的因素就是 α，而要有效利用 α 获利，就要求我们能够以超越主流机构的能力和速度发掘 α。以下是有效 α 的几个标准：

1）我们率先掌握的信息，并确认主流投资机构尚未完全掌握和理解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2）我们对重大信息的理解不同于主流投资机构，确认我们自己研究分析的深度和正确性，确认主流投资机构的滞后是由于内部工作流程缓慢和工作疏忽所致，并且确认事实的发展将在“不长的时间内”使主流投资机构陆续改变看法（高度重视确定性，谨慎使用，防止触犯基本面研究中“妄自尊大”之大忌）。

3）我们所掌握的信息，主流投资机构也刚刚掌握，利用我们投资决策的灵活性以及资金量较小、进出灵活的优势，适量参与。

4）综合调研分析，未来几个月内公司将是利好频出的上市公司。

（3）在处理 α 和 β 的关系时，周期需要配对，就是说你追求一定阶段的 α，那么你所考虑的 β 也应该是相应阶段的。

总的来说，“价值投资矩阵策略”是一种务实的投资策略。在未来总是不能完全确定的情况下，为了分散风险，我们需要采取组合投资策略，从而创造更多的投资机会。而在一定的投资研究能力下，可利用的投资机会总是有限的，“价值投资矩阵策略”增加了我们对投资标的的包容性。并不是在所有时候我们都有足够的强急 α，那么在 β 因素允许的情况下，我们可以配置强缓 α、可以配置中缓 α，等等。

α 就是“投资机会”，我们将在本书的“投资机会篇”中详述。β 因素的关键就是大盘，我们将在本书的“股市大盘篇”中论述。

三、研究方向——在趋势和变化中寻找机会

2006 年以前是价值投资的黄金时代，在庄股炒作思维盛行的时期，云南白药、贵州茅台、盐湖钾肥这些确定高成长的股票都在以相对极低的价格交易着，对于价值投资者来说，所需要做的事情似乎就是买入并持有就足够了。

时过境迁，综观现阶段国内证券市场，一方面是机构投资者比例越来越高，另一方面是投资机构的投资理念日趋一致。无论私募公募，投研人员的信息来源都是 WIND 和 BLOOMBERG；全都是从上向下选行业，从下向上选个股；都在寻找成长空间，寻找景气拐点。而且随着信息传播手段的日益发达，研究报告和调研信息的散布速度飞快，这使专业机构利用传统的卖方人脉资源渠道获取信息优势的难度大增。

在这种形势下，一旦投资机会或投资风险确定，股价往往以飞快的速度一次到位，借用增长率陷阱图和价值回归图来说，也就是红实箭头线的速度越来越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快，不会给你充裕的时间和宽松的氛围去研究和买入。回想 2004 年中小板，像双鹭药业、科华生物这样增长明确的行业龙头都只有 30 倍的市盈率，而 2009 年的创业板上市公司，动辄就是上百倍的市盈率。

在这种背景下，要想在激烈的投资之战中胜出，就必须做到以下两点：

（1）要求我们具备优势的信息获取网络和对已发生变化的快速反应能力。

（2）要求我们具有领先于主流投资机构的独到眼光和对即将发生变化的预判能力。

那么怎么才能做到这两点呢？很清楚，我们首先要弄明白主流投资机构看什么？然后我们必须把精力集中在其先行指标上，先行指标虽是老生常谈，但却是绕不开的槛。

因此，寻找世界经济、国内经济、制度变革、行业状况、企业经营等股市相关的重大变动和重大趋势及其背后的驱动因素，分析各种变动将对相关上市公司利润的影响程度或量级，广泛对比、优中选优以确定我们的投资标的，并在投资机会出现时做出最快的反应，将成为我们工作的重心。而传统的价值投资、成长投资将只是我们的工作背景。

变化分为两类：一种是原有趋势的改变；另一种是原有趋势的深化。也就是说，对于投资者需要考虑的两个问题是：该投资机会是期待中的变化，还是已形成趋势的发扬光大？

如何做到先人一步发现投资机会而快速反应呢？贯穿本书所介绍的一套简单实用的投研办法就是：明确投资机会类型（投资机会篇）——筛选储备投资机会（投资线索篇）——寻找买卖时机（买卖时机篇）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

‖第二章|

股市大盘篇

第一节　投资与水池理论

一、水池理论

社会财富不是虚无缥缈的，它需要以各种形式存在。国际通行的金融资产大类划分为债券、股票、商品、现金。也就是说，金融资产要么以债券形式存在，要么以股票形式存在，要么以商品形式存在，要么以现金形式存在，或者其他。无论如何，总是要以一定的形式存在。

社会财富在各类资产之间的流动带来了各类资产估值水平的变化，表现为股市的涨跌、房价的涨跌、债券收益率的变化以及短期内商品价格的波动等（所以，大类资产价格的波动是一个持续进行的“更优选择”的问题，即随着宏观环境的变化，财富寻找和流向更优的大类资产造成价格波动）。

社会财富在各资产之间进行分配之后，愿意进入股市的社会财富总量将在各个投资品种之间再度进行分配，这种分配决定了各只股票的价格（单只股票的价格波动同样是个“更优选择”的问题）。

所以，要判断股市大盘的大方向，需要关注各大类资产在不同时期对投资者吸引力的相对变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同理，股市中的行业、板块以及单个投资品种的走势，同样取决于和股市中其他主要投资品种相比，其对股市投资资金的相对吸引力（这是后文中“投资决策宽度”的理论支持）。

社会财富在各类资产之间流动，可以想象成水在各个水池之间流动，投资价值凸显的资产就像地势下降的水池，资金流向这里，直到其水平面再次达到其他水池的高度（其实这也是所谓“价值洼地”的概念来源）。这种形象思维非常便于理解上文所述资产之间价格变动的动因，我们称之为“水池理论”。

二、资金流动的动因

社会财富在各大类资产，以及股市中各个投资标的之间流动的动因主要为：

（1）各大类资产的预期收益率和预期风险，以及由两者所形成的资产预期风险收益特征。

（2）投资者风险收益心理取向的变化（风险厌恶、高收益偏好等）。

三、认识水池理论的意义

水池理论非常简单，但是认识它使我们能够明晰股市大盘、行业、板块，甚至个股的波动原因，大盘、行业、板块的中短期波动道理很简单，其实不过是因为相应资产的预期风险收益特征发生变化而导致的社会财富配置比例变化而已。正确的认识有助于我们在股市投资中采用正确的决策方法。

第二节　中国目前各大类资产的基本情况及其相对吸引力

将投资与水池理论运用于股市运行大波段判断，我们的研究模型中关注的因素有很多。

中国现实中的大类资产主要包括以下七大类别：

（1）货币。

（2）固定收益类资产。

（3）房地产。

（4）股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）其他权益类投资。

（6）商品投资。

（7）跨境资金流动。

我们主要关注大类资产以下内容：

（1）大类资产的存量数据。

（2）大类资产对投资者吸引力的强弱变化［投资的便利性（产品、渠道）、收益和风险预期等］。

（3）大类资产对投资者吸引力的强弱变化造成的资金流动方向及量级。

一、货币

（一）货币的概念

人们一般根据货币流动性的大小，将货币供应量划分为不同的层次加以测量、分析和调控。货币供应量通常被划分为 M0、M1、M2，实践中，各国对 M0、M1、M2 的定义不尽相同，但都是根据流动性的大小划分的，M0 的流动性最强，M1 次之，M2 的流动性最差。

我国现阶段也是将货币供应量划分为三个层次，其含义分别是：

M0：流通中现金，即在银行体系以外流通的现金。

M1：狭义货币供应量，即 M0+企事业单位活期存款（其实只有这个才是货币，再广义就是固定收益类的了）。

M2：广义货币供应量，即 M1+企事业单位定期存款+居民储蓄存款。

M0 与消费变动密切相关，是最活跃的货币。

狭义货币供应量（M1）是指银行体系以外各个单位的库存现金和居民的手持现金之和（M0）加上企业、机关、团体、部队、学校等单位在银行的活期存款；反映居民和企业资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标，流动性仅次于 M0。

广义货币供应量（M2）是指 M1 加上企业、机关、团体、部队、学校等单位在银行的定期存款和城乡居民个人在银行的各项储蓄存款。其中，M2 与 M1 的差额，即单位的定期存款和个人的储蓄存款之和，通常称为准货币。准货币实际上是一种固定收益类金融资产。M2 流动性偏弱，但反映的是社会总需求的变化和未来通货膨胀的压力状况，央行及统计资料通常所说的货币供应量主要指 M2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

M2 也是国家宏观调控的主要中间指标。

（二）货币的用途

货币是社会财富的组成成分，货币的用途主要有三种：交易媒介、贮藏价值和价值尺度。价值尺度是虚拟用途，现实社会中对货币的需求主要有两类目的：一类是用作交换和备用作交换的；另一类是作为财产贮藏的。货币作为财产贮藏几乎没有增值价值，但是货币资产一大优势就是其流动性强。

M1 为狭义货币，本书所述的大类资产中的货币指的就是 M1，M1 用作交易媒介和贮藏使用，如果 M1 的增长加速，例如达到 2009 年的 32.36%，远高于长期复合增长率（2002~2009 年 8 年间 M1 复合增长率为 17.67%），表明很可能是货币发行过多，超出了交易媒介和贮藏的需求，那么持有者需要将货币转换成其他社会财产。在行为上就表现为过多的货币追逐少量的资产，形成资产价格上涨，甚至形成泡沫。这种情况通常称为流动性过剩。

2006~2007 年，M2/M1 所代表的流动性增长攀升至高位，资金活化程度大幅提高，而同时由于人民币升值导致热钱涌入进一步加剧了资金泛滥，过多资金追逐少量资产，为 2006~2007 年的股市大牛市推波助澜。

（三）货币本身受政府政策调节

货币的需求量与 GDP 正相关，GDP 加速时货币需求量加速，GDP 减速时货币需求量减速。2009 年，我国央行摸索出的规律性目标：以高于 GDP 增长与物价上涨之和 3~4 个百分点的增长幅度作为全年货币供应总量目标。

利率是政府调节货币供应的主要手段之一，高利率可以吸引民众将部分现金存放到银行账户上。通过维持高利率，中央银行就可以降低流通速度，吸收货币，从而给经济活动降温。与此相反，低利率将会增加货币供给并且刺激经济活动。

由于中国的利率政策没有完全市场化，金融机构贷款基准利率下浮部分所占比例的变化是表征企业资金紧张程度的最佳指标。

一方面，货币总量在政府的调控下时松时紧；另一方面，各类资产之间的吸引力也在不断变化，导致各大类资产之间转换价格的变化，从而对股市的整体估值造成影响。

（四）我国货币发行的基本情况

截至 2015 年底货币统计资料：中国 M2 总量为 139.23 万亿元，同比增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13.3%，近 15 年 CAGR（年复合增长率）为 16.854%；中国 M1 总量为 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，近 15 年 CAGR 为 14.42%。

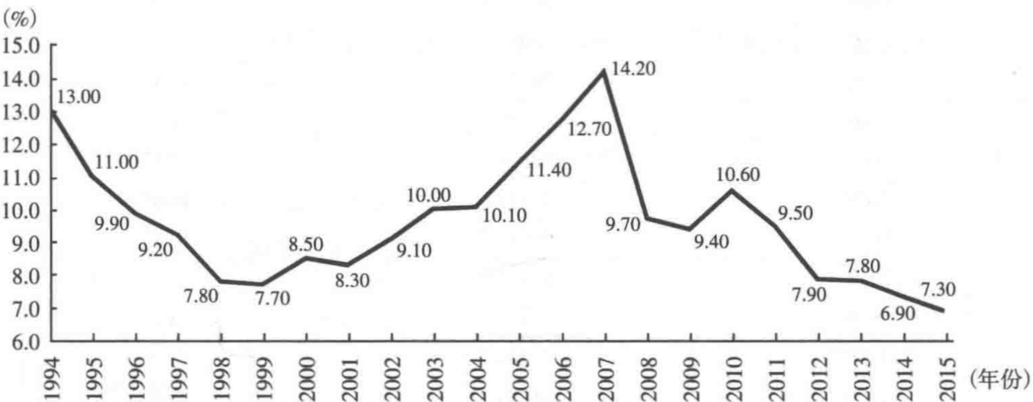


图 2-1 1994~2015 年中国 GDP 同比增长率

资料来源：Choice 数据。

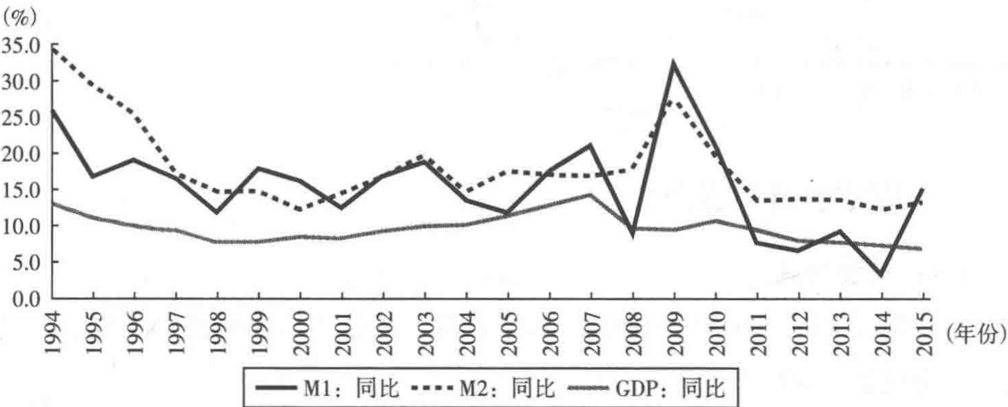


图 2-2 1994~2015 年中国 GDP、M1、M2 同比增长率

资料来源：Choice 数据。

表 2-1 与股市正相关程度较高的 M1 期末余额和同比增长率

年份	M1（亿元）	M1：同比（%）
2015	401000	15.2
2014	348056.41	3.2
2013	337291.05	9.26
2012	308672.99	6.49
2011	289847.7	7.85
2010	266621.33	21.19
2009	220001.5	32.35

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年份	M1（亿元）	M1：同比（%）
2008	166217.13	9.06
2007	152560.1	21.05
2006	126035.13	17.48
2005	107278.8	11.78
2004	95969.7	13.58
2003	84118.6	18.67
2002	70881.8	16.82
2001	59871.6	12.65
2000	53147.2	16
1999	45837.2	17.7
1998	38953.7	11.9
1997	34826.3	16.5
1996	28514.8	18.9
1995	23987.1	16.8
1994	20540.7	26.2

资料来源：国家统计局。

二、固定收益类资产

（一）基本情况

固定收益类资产包括居民储蓄、定期存款、债券及其他固定收益类资产。目前，固定收益类资产数量非常巨大。

2015 年底，准货币（M2 减去 M1 的余额）总量为 99.13 万亿元，同比增长 12.61%，近 15 年 CAGR 为 18.13%；其中定期存款 28.82 万亿元，同比增长 9.16%，近 15 年的 CAGR 为 24.13%；储蓄存款为 55.21 万亿元，同比增长 8.49%，近 15 年 CAGR 为 15.41%。这些都是固定收益类资产。

同时，债券 2015 年 12 月总存量为 36.76 万亿元的规模。

相比来说，2015 年底 A 股上市公司总市值为 58.33 亿元，2000 年底为 4.63 万亿元，股票总市值近 15 年 CAGR 为 18.4%，长期增速高于准货币的整体增速但低于定期存款的增速。

固定收益类资产不仅规模庞大，而且流动性很强，只要形势需要，流入股市的阻力很小，速度很快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定收益类资产资料来源包括中国债券信息网、Wind 资讯等金融证券类的信息产品。需要我们关注的指标有银行定期存款利率、Shibor 拆借利率、美国国债到期收益率、上证所国债到期收益率、上证所企债到期收益率、银行间国债收益率、银行间金融债收益率等。相对于即期数据，走势图能够清晰地反应走势方向。

债券收益率曲线在“中国债券信息网”首页最下面的中间位置，网址：http://www.chinabond.com.cn/d2s/index.html。

图 2-3 所示画面就是可以到达各种债券收益率的查询页面。

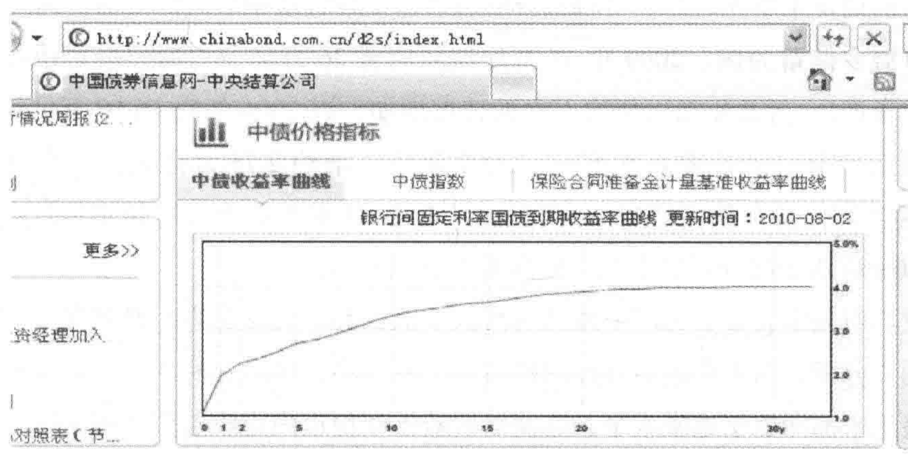


图 2-3 中国债券信息网

（二）民间拆借

（1）量级认识：2006 年，中央财经大学金融学院国家社科基金课题组调查的中国民间金融、地下金融和非法金融的规模、结构等结果显示，以存贷款总额作为衡量指标，2005 年中国民间金融、地下金融和非法金融总量约为 2.9 万亿元，而同期 M1 为 10.73 万亿元。所调查的 27 个省份中，三者规模占正规融资渠道的比重超过 30%。

（2）民间金融资料获取渠道：温州人民银行定期追踪的温州民间利率是最值得关注的指标。可以通过百度新闻检索获取该信息，检索关键词可以设为：温州民间利率、温州民间借贷、人民银行温州市中心支行（温州人行）；另外，莫尼塔的银行报告里也有该类数据追踪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）固定收益类资产对资金的竞争力

固定收益率资产的核心竞争力指标来自实际利率，也就是名义利率减去居民物价指数后的净值，因为这才是投资固定收益类资产的实际收益率。

固定收益类资产所沉淀的资金有相当大部分对固定收益有较强的需求刚性。在债券方面，除企业债外，央票、国债、金融债等的风险极低，其中很大一部分持有者由于风险承受能力极低，以及各种国家政策、制度的限制，通常情况下很难将资金流向股市。

另有一部分资金管理者在实际利率下降、社会资金整体风险取向上升或者金融政策法规发生变化之时，可将部分资金通过某种合法或非法的渠道流向股市。

以城乡储蓄为例，2009 年 12 月底城乡储蓄 26 万亿元（属于准货币和固定收益类资产），近几年来以年均 17%的速度增加，以 2006 年底 16.16 万亿元的总规模基数计算，如按照正常节奏，2007 年应年增约 2.75 万亿元储蓄存款，但 2007 年实际储蓄存款仅增加 1.1 万亿元，在 2007 年的股市火爆和储蓄搬家中转移了 60%应新增部分到股市上，数额为 1.65 万亿元。

我们对固定收益类资产未来的判断：中国的利率关系到老百姓和既得利益集团的利益分配，由于普通老百姓的政治话语权很小，因此在利率上升周期里，利率调整从来都滞后于通胀水平，这使以后若干年份里固定收益资产的实际利率下降甚至到负利率水平。从而使固定收益类资产对资金的吸引力在未来受到较大的负面影响。

另外，合法可靠和容易获取的渠道（如各类金融产品）也是评价固定收益类资产竞争力的重要方面。

（四）固定收益类金融资产历史图表资料

从图 2-4 和图 2-5 可以看出：2007 年储蓄存款同比增长率快速下降，当年全民（百姓）炒股。注：图中 2007 年刻度表示的是年底。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

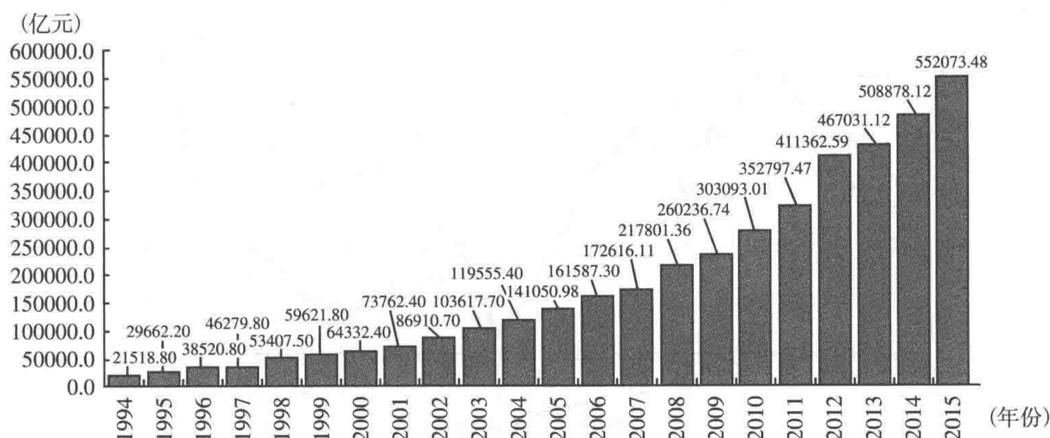


图 2-4 储蓄存款总量

资料来源：Choice 数据。

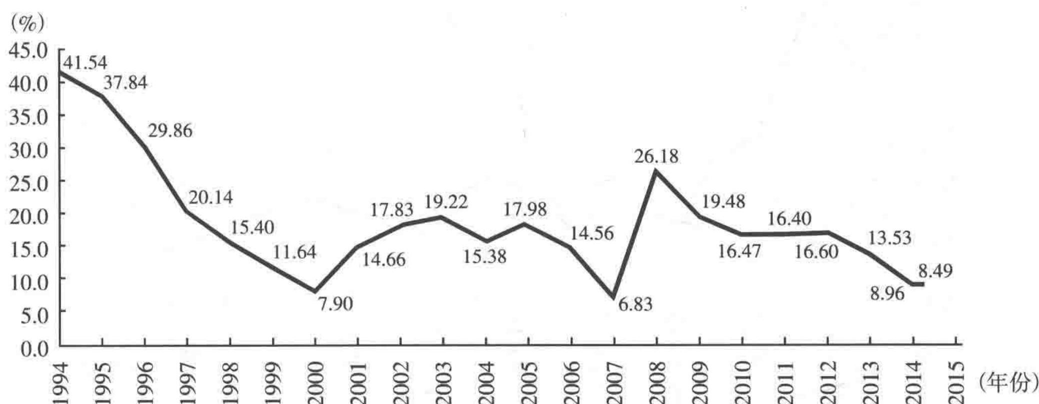


图 2-5 储蓄存款同比增长率

资料来源：Choice 数据。

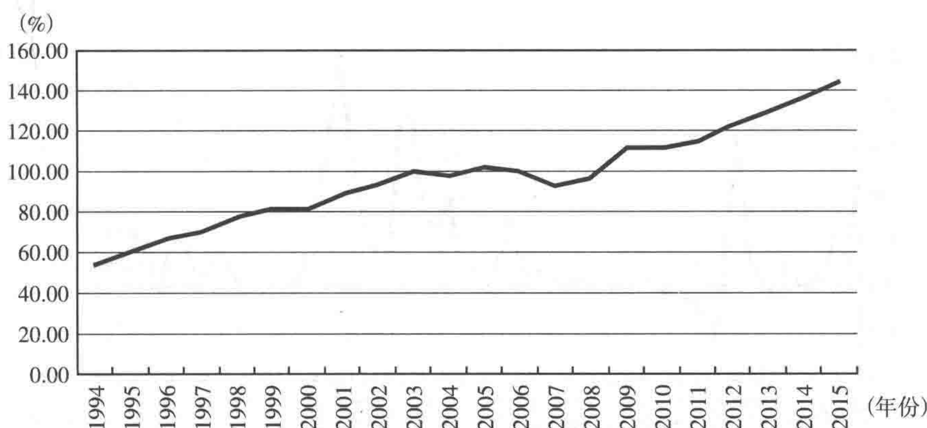


图 2-6 准货币占 GDP 比重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

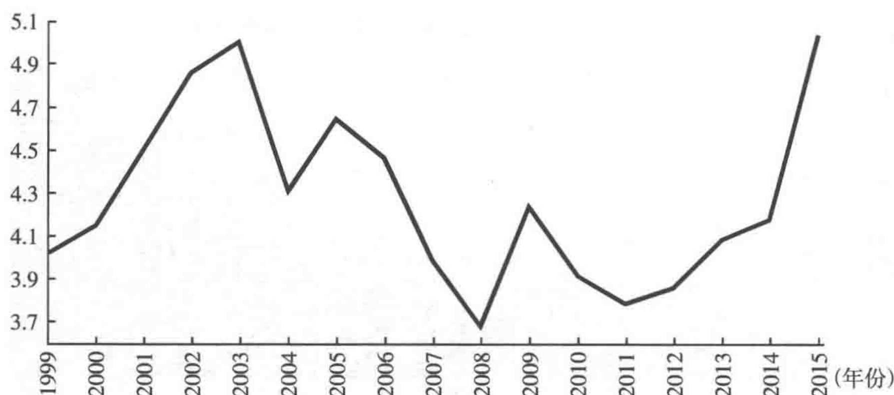


图 2-7　货币乘数

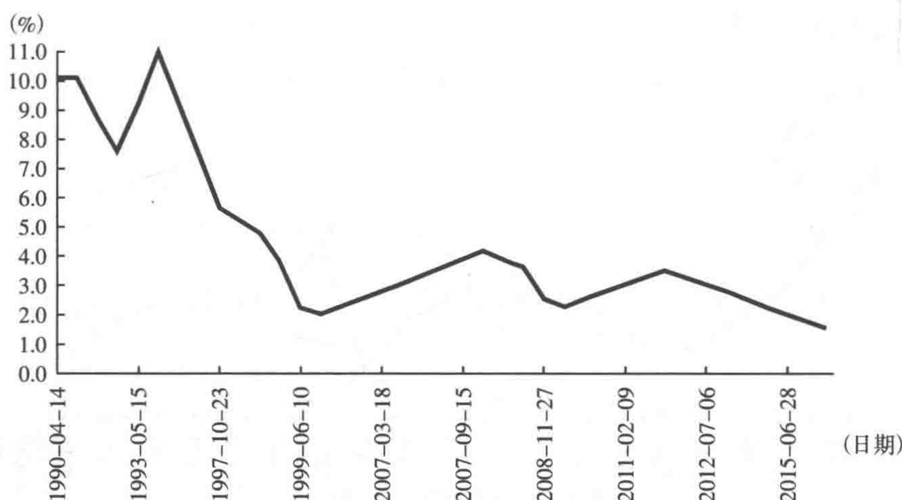


图 2-8　1990 年至 2015 年 7 月的一年定期存款利率

资料来源：Choice 数据。

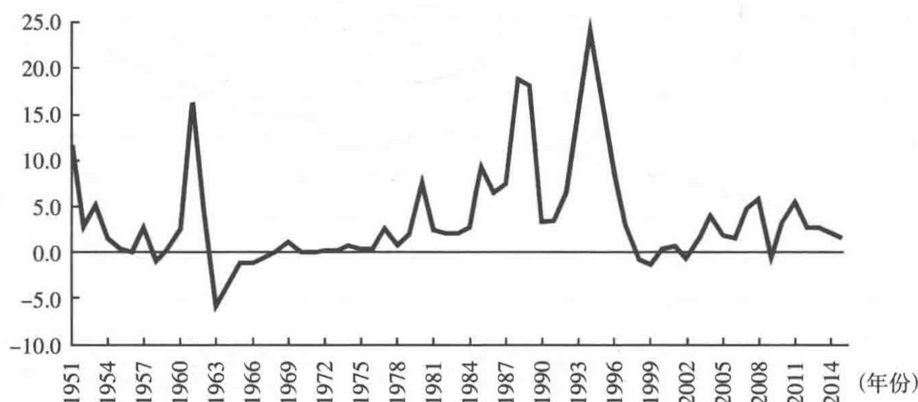


图 2-9　CPI 影响着固定收益产品的竞争力

资料来源：Choice 数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

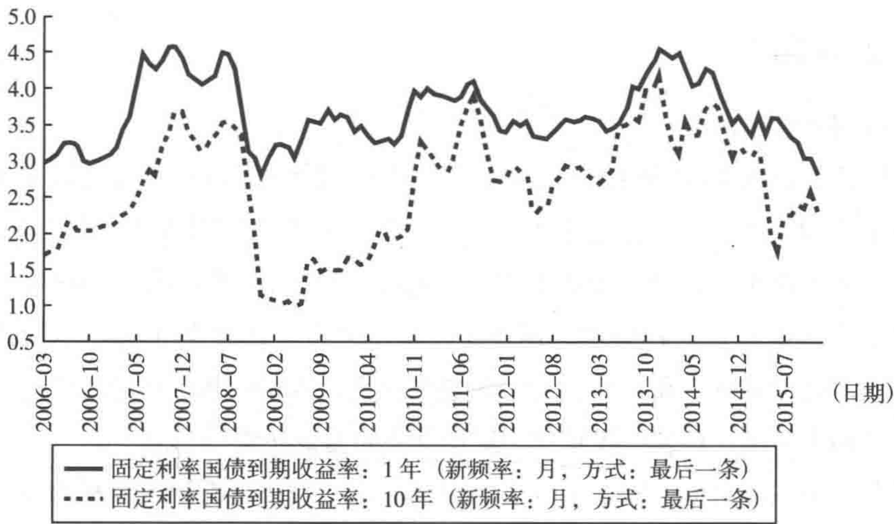


图 2-10 固定利率国债 10 年期（上）和 1 年期到期收益率

表 2-2 准货币

年份	准货币 （亿元）	准货币：同比 （%）
2015	991324.67	12.61
2014	880318.4	14.44
2013	769233.93	15.59
2012	665484.57	17.6
2011	561743.2	16.83
2010	459230.25	18.9
2009	388778.72	25.16
2008	308949.47	23.15
2007	250882.13	14.3
2006	219568.46	16.65
2005	191476.91	21.08
2004	158137.2	15.34
2003	137104.3	20.13
2002	114125.2	16.8
2001	98430.3	15.5
2000	81463.1	10
1999	74060.6	13
1998	65544.9	16.7
1997	56169.1	17.8
1996	47580.1	29.4
1995	36763.4	39.4
1994	26382.8	41.9

资料来源：国家统计局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、房地产

（一）基本情况

中国的房改从 1994 年起步，1994 年 7 月 18 日《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》使房地产市场化迈出了第一步。1996 年《政府工作报告》指出：推进住房制度改革，建设“安居工程”，加快住房商品化的步伐。1998 年，国家宣布从下半年起停止实物分房，逐步实行货币分房。2001 年上半年房地产市场出现购销两旺的情况，价格也出现了较快的上升。2001~2007 年房地产进入持续价升量增的大牛市，房地产投资成为居民配置财富的主要项目之一。

目前，中国的房地产囤积了巨大的国民财富，我国现有建筑面积约 500 亿平方米。1985 年以来我国竣工商品房面积 130 亿平方米，而百城样本住宅平均价格在 2016 年达到了 1.2 万元/平方米，以此计算，总价值为 156 万亿元。

（二）房地产对资金的竞争力

房地产投资的收益＝房价年上涨率＋租金收益率。

从中国目前的房地产现状来看，由于中国房价持续了 10 年的长周期上涨，赚钱效应极为显著，房产投资属性的重要性已经远远高过了其消费属性，庞大的社会资金仍保留着喜爱房地产和土地投资的思维惯性。

（三）中国房地产市场发展的历史统计资料

2005 年房地产投资量价齐升，社会财富涌向房子，股市资金抽离严重，股价跌到谷底。

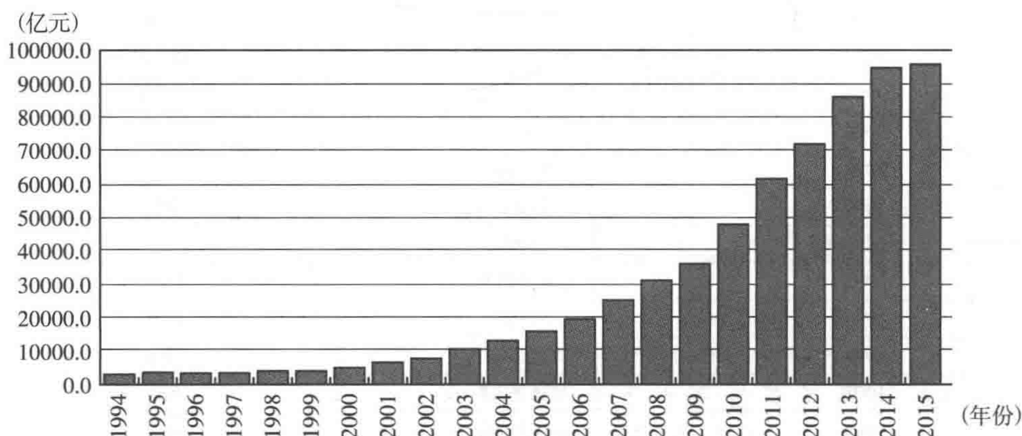


图 2-11　1994~2015 年房地产开发投资金额（2015 年已接近 10 万亿元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

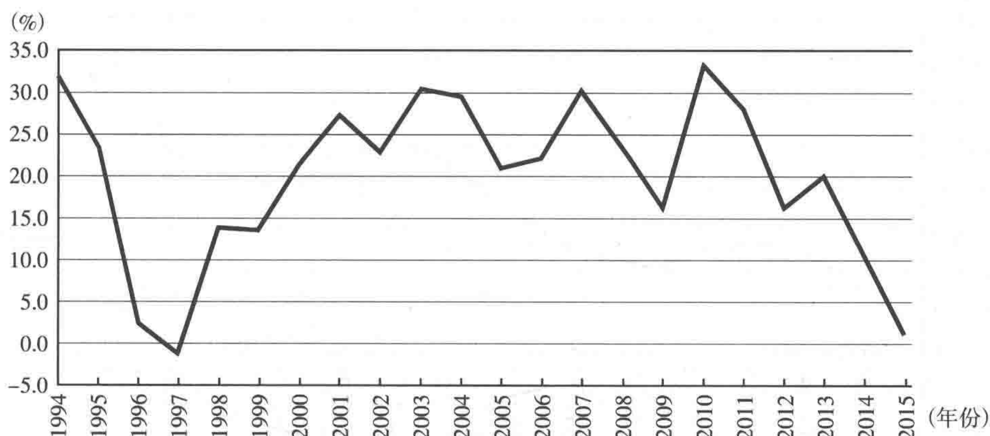


图 2-12 1994~2015 年房地产开发每年实际完成投资同比增长率

资料来源：Wind 资讯。

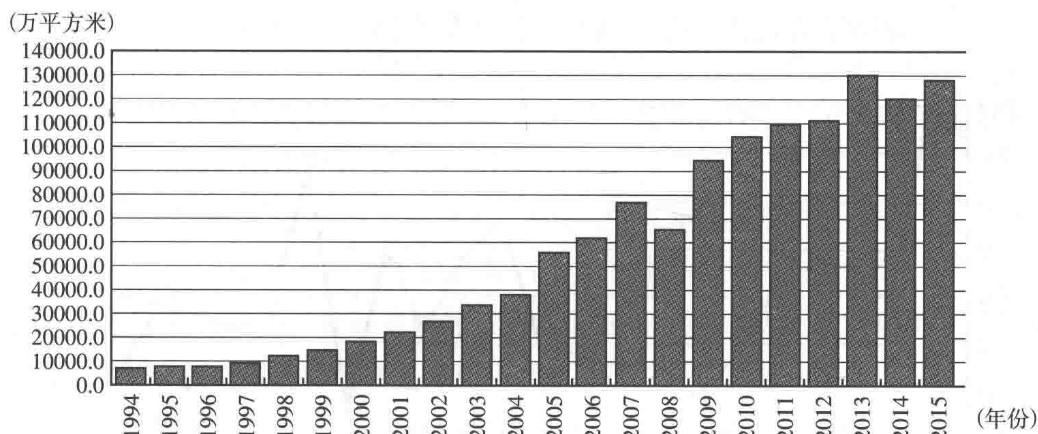


图 2-13 1994~2015 年商品房销售面积（2013~2015 年徘徊在 13 亿平方米）

资料来源：Choice 数据。

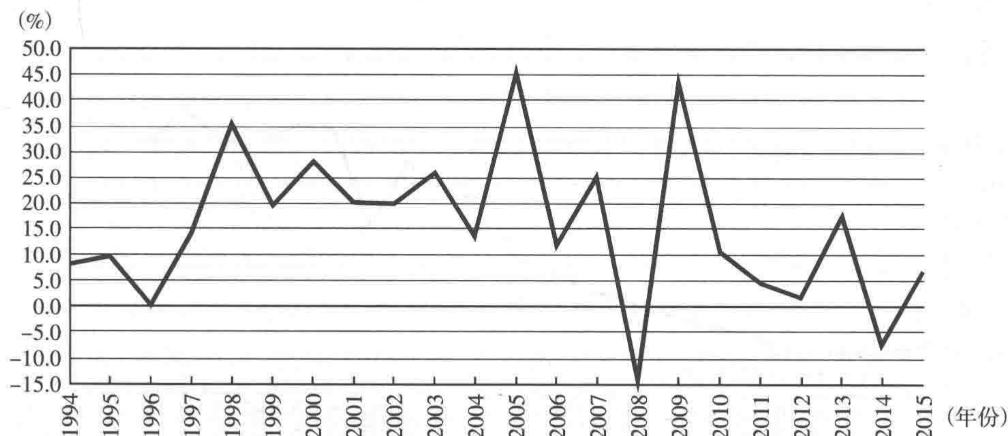


图 2-14 1994~2015 年商品房销售面积同比增长率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

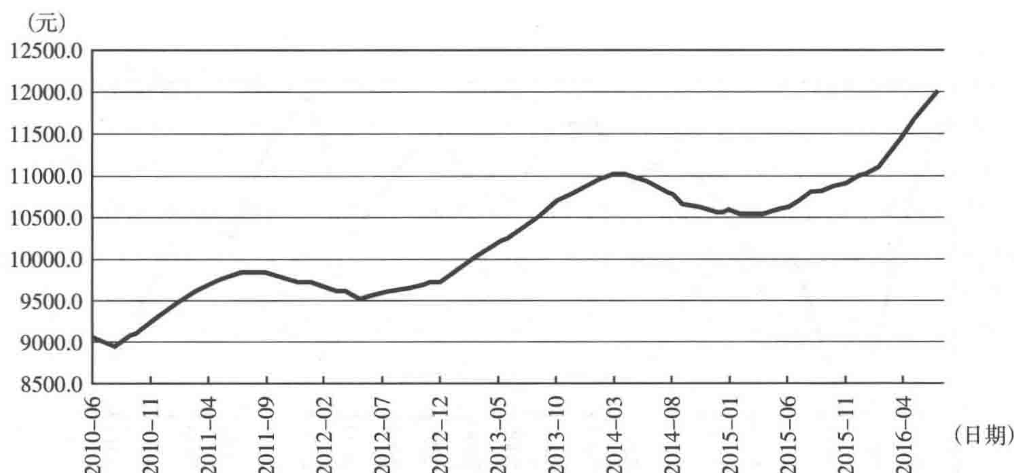


图 2-15　2010~2016 年百城样本住宅平均价格（2016 年达到 1.2 万元/平方米）

资料来源：Choice 数据。

凡是年报都是年底统计的，2009 年表示的是 2009 年 12 月。

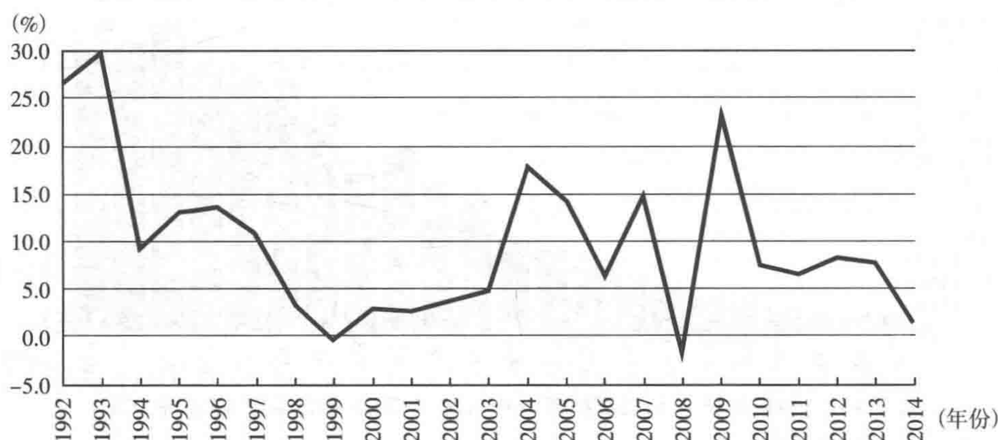


图 2-16　1992~2014 年全国商品房平均销售价格同比上涨

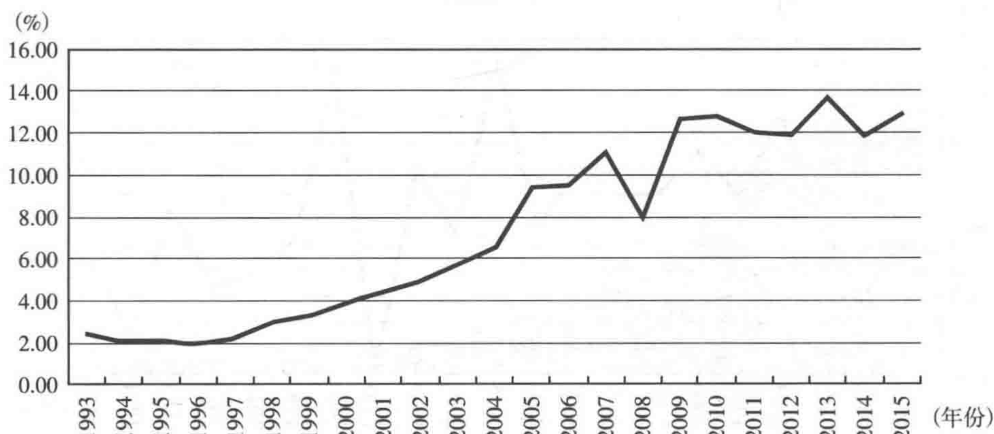


图 2-17　1993~2015 年商品房销售额占当年 GDP

资料来源：Choicf 数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、股票

（一）基本情况

股市投资的本质是一种集合投资，通过汇集中小额资金用于大项目投资。它是一种流动性强、进入门槛低的权益类投资。

目前（2016 年 8 月 1 日），A 股市场约有 36 万亿元的流通市值。

（二）股市对资金的吸引力

（1）利润及成长性：股市是权益类投资，而权益类投资追求的是利润。决定全社会企业整体利润的两个最关键决定因素是 GDP 和上市公司的行业竞争结构。从中短期看，股市投资主要是对大中型规模企业以及现有经营体的一种投资，通常情况下，GDP 增速提高，上市公司利润增速将提高。但如果在一段时间内，GDP 增速的提高主要来源于新增投资和中小规模投资，GDP 增速的构成是大中型规模企业以及现有经营体的竞争性投资的话，反而会导致上市公司行业竞争结构恶化，从而降低股市对资金的吸引力。

例如，同样的 GDP 增长不断提速，2003~2004 年由于经济增长动力主要来自于外贸出口的中小型民间投资以及各行各业的新上项目高速增长，反而造成 2005 年上市公司净资产收益率整体下降；但随着 2004~2005 年以来新上项目审批难度增加，民间投资环境开始恶化，上市公司净资产收益率提高。

（2）风险：2003 年以来，随着庄股时代的逐渐结束，在中国普通投资者眼里，对股市的认识逐渐从赌场过渡到高风险、高收益的投资市场。

（3）投资渠道的便利性：近年来，投资股市的渠道和产品日益丰富，投资方式多种多样，投资门槛很低，如直接投资股市、定投或认购证券投资基金、投资股市的集合理财产品等。相对于私企老板和富豪级别的人通过直接实业投资进入权益类资产不同，股市已经逐渐成为普通老百姓参与权益类投资的主要渠道。

股市吸引力案例：

决定股市的整体定价水平主要有三个因素：市盈率、预期利润增长率（与经济增长预期有关）、风险（不确定性 = 对未来判断 + 过去行情波动性经验）。

表 2-3 至表 2-6 分别是 2004 年至 2016 年 5 月 1 日股市的静态市盈率、预测市盈率以及由两者差额测算出来的投资者对股市的预测利润增长率水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-3　预测市盈率

板块名称	预测市盈率（整体法）[交易日期] 2004-05-01 [年度] 2004 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[交易日期] 2005-05-01 [年度] 2005 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[交易日期] 2006-05-01 [年度] 2006 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[交易日期] 2007-05-01 [年度] 2007 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[交易日期] 2008-05-01 [年度] 2008 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[交易日期] 2009-05-01 [年度] 2009 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[交易日期] 2010-05-01 [年度] 2010 [剔除规则] 不调整
全部 A 股	17.13	13.48	15.79	31.69	22.2	18.21	17.23

表 2-4　静态市盈率

板块名称	市盈率（整体法）[交易日期] 2004-05-01 [财务数据] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[交易日期] 2005-05-01 [财务数据] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[交易日期] 2006-05-01 [财务数据] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[交易日期] 2007-05-01 [财务数据] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[交易日期] 2008-05-01 [财务数据] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[交易日期] 2009-05-01 [财务数据] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[交易日期] 2010-05-01 [财务数据] 上年年报 [剔除规则] 不调整
全部 A 股	38.32	21.84	26.43	48.99	31.16	24.83	24.75

以每年的静态（上年年报）市盈率除以同年的预测市盈率再减去 1，就可以得到当时市场对全部 A 股整体盈利增长的预期。

表 2-5　利润增长率水平

日期	2004-05-01	2005-05-01	2006-05-01	2007-05-01	2008-05-01	2009-05-01	2010-05-01
预期增长率（%）	123.7	62	67.38	54.59	40.36	36.35	43.65

表 2-6　对比

板块名称	预测市盈率（整体法）[日期] 2011-05-01 [预测年度] 2011 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[日期] 2012-05-01 [预测年度] 2012 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[日期] 2013-05-01 [预测年度] 2013 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[日期] 2014-05-01 [预测年度] 2014 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[日期] 2015-05-01 [预测年度] 2015 [剔除规则] 不调整	预测市盈率（整体法）[日期] 2016-05-01 [预测年度] 2016 [剔除规则] 不调整
全部 A 股	13.6700	10.7300	10.2000	9.0800	19.7700	15.2300

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

板块名称	市盈率（整体法）[日期] 2011-05-01 [财务] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[日期] 2012-05-01 [财务] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[日期] 2013-05-01 [财务] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[日期] 2014-05-01 [财务] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[日期] 2015-05-01 [财务] 上年年报 [剔除规则] 不调整	市盈率（整体法）[日期] 2016-05-01 [财务] 上年年报 [剔除规则] 不调整
全部 A 股	19.0200	14.2400	13.4400	11.8200	25.6200	19.8700
预期增长率（%）	39.14	32.71	31.76	30.18	29.59	30.47

注：鉴于专业机构的研究报告和利润预测不能覆盖全部 A 股，而静态 PE 是以全部 A 股作为计算基础的，受关注和有利润预测的公司往往相对优质和具有更为乐观的盈利前景，所以本表数字所表示的盈利增长预期偏乐观。

经常查看预测市盈率和动态市盈率，从而大致测算出市场对 A 股利润增长的预期，这些指标作为一个整体，支撑着当时的市场整体估值水平。一旦利润增长速度的预期发生改变，则相对于固定收益金融产品、实业投资以及其他投资渠道的收益来说，股市的吸引力也将发生改变，从而引起大盘指数的波动。

（三）股票供应

中国资本市场的上市发行目前采取的是核准制，股票的发行节奏掌握在政府手里。通常情况下，管理层不可能不顾及市场的承受能力发行新股。

另外，股票供应的速度还受制于投行的通道和管理层的审查效率，这也将上市速度维持在一定的水平附近。

（四）股市历史资料

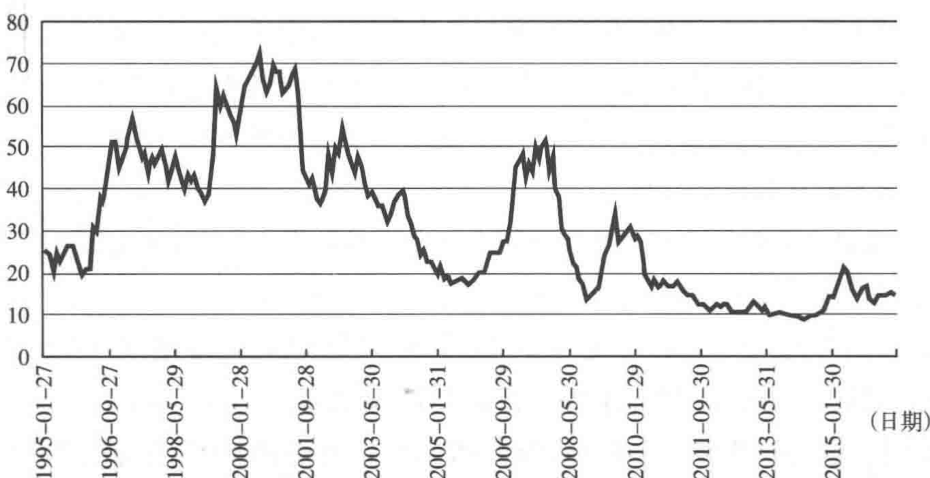


图 2-18 1995 年到 2015 年 7 月的 TTM+整体法（不剔除负数）计算出来的 A 股指数成分股整体市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

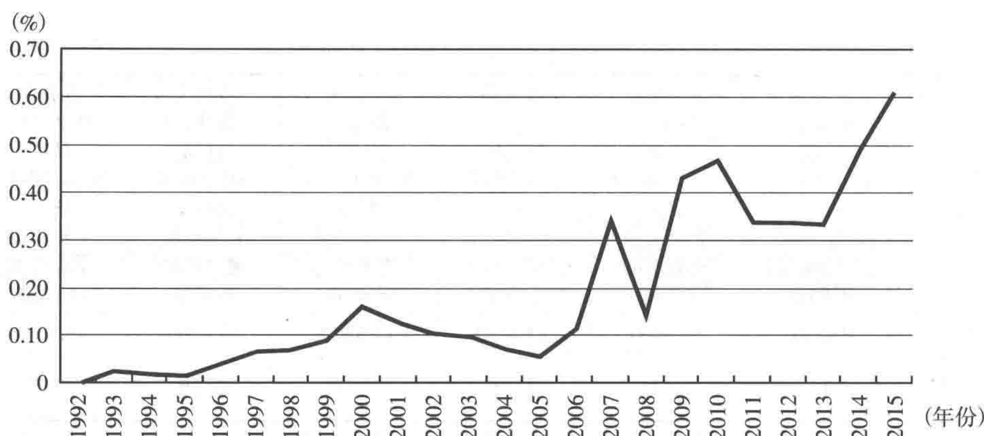


图 2-19　1992~2015 年流通 A 股市值占当年 GDP 的比例

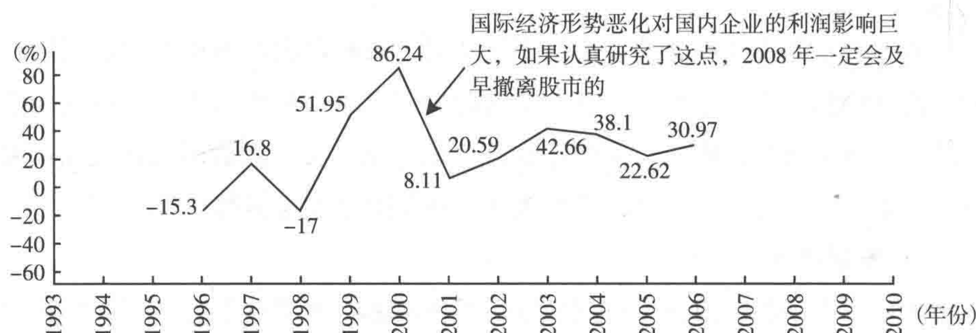


图 2-20　1993~2010 年中国工业企业效益同比增长率

五、其他（非股市渠道）权益类投资

（一）权益类投资的吸引力

总的来看，权益类投资作为一种大类资产，其吸引力无外乎在于预期收益率、预期风险和投资渠道便利性，具体到权益类投资，其规模的消长主要从以下两方面进行分析。

1. 名义利率和自然利率

“名义利率”与“自然利率”的概念非常简单。但它决定着权益类投资对资金的吸引力。

什么是自然利率？例如，如果一项新的商业投资能够获得 6%的平均收益率，我们就称其为“自然利率”（也就是商业投资实际的收益率）。

现在，我们假设可以按照 2%的利率贷款，这个利率称为“实际利率”。在这种情况下，两者之间存在着差异，贷款人获得 4%的利润，所以会继续贷款进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资。如果银行利率是 10%，那么贷款人要承担 4%的损失，结果就会停止投资（除非他们很蠢），经济将会出现停滞或者收缩。如果商业经营环境非常糟糕，企业家对新增投资的预期收益率都是负数，那么即便利率降到零，也不能刺激投资行为的发生，因而形成了流动性陷阱。

2.“对未来经营环境的期待”+“社会的进取精神”

在外部经营环境既定的情况下，投资行为既取决于利率，也取决于当时的“对未来经营环境的期待”+“社会的进取精神”，所谓进取精神是指不畏惧风险积极冒险的企业气势。如果企业对未来的期待极高，在进取精神作用下气势高涨，那么即使利率上涨，投资热情也不容易减退。相反，企业对未来不抱太大的期待，进取精神作用也不强烈，即使利率降低，投资热情也不会高涨。

图 2-21 是我国 1999 年第一季度到 2014 年第二季度的企业家信心指数。

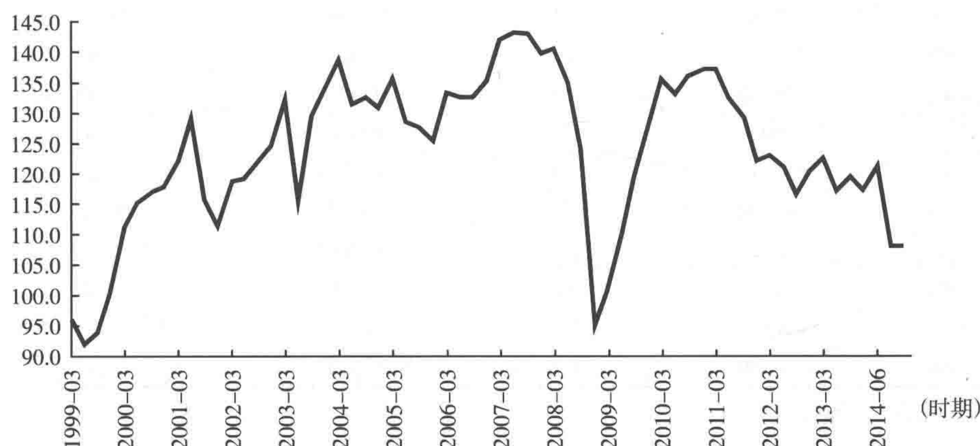


图 2-21 1999~2014 年我国企业家信心指数

资料来源：Choice 数据。

（二）除股市之外的权益类投资渠道

1. 固定资产投资

虽然固定资产投资增加往往意味着银行贷款的增加，但总体来说，固定资产投资中企事业单位自有资金和自筹资金合计始终占绝大部分（60%~80%），因此，固定资产投资增幅越大，耗用的社会资金越大，对股市资金的分流作用越大。而且股市投资是对中大规模的现有经营体进行的投资，新增投资多，上市公司近期的生意会好做一些，利润也会提升，但对上市公司未来的利润增长会造成一定的负面影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国的固定资产投资受宏观调控的影响很大，所以固定资产投资规模更大程度上取决于政府的政策。

表 2-7 是我国固定资产投资的历史统计资料。固定资产 2015 年投资总额达到 56.2 万亿元，大大超过股市年底的流通市值，属很高的量级。

表 2-7　固定资产投资统计

年份	GDP（亿元）	GDP：同比（%）	固定资产投资完成额（亿元）	固定资产投资完成额：同比（%）
2015	685506	6.9	562000	9.76
2014	643974	7.3	512020.65	15.3
2013	595244	7.8	446294.09	19.11
2012	540367	7.9	374694.74	20.29
2011	489301	9.5	311485.13	23.76
2010	413030	10.6	278121.85	23.83
2009	349081	9.4	224598.77	29.95
2008	319516	9.7	172828.4	25.85
2007	270232	14.2	137323.94	24.84
2006	219438	12.7	109998.16	23.91
2005	187319	11.4	88773.61	25.96
2004	161840	10.1	70477.43	26.6
2003	137422	10	55566.6	27.74
2002	121717	9.1	43499.9	16.9
2001	110863	8.3	37213.5	13
2000	100280	8.5	32917.7	10.3

资料来源：国家统计局。

2. 集体经济投资和个体经济投资

即投资者自己投资做生意，其规模也取决于中小企业的生存环境。

最关键的是，中国的城镇化建设需要大量资金，如果国务院“新 36 条”出台并能切实落实从而带动起民间投资的积极性，从中长期看，实业投资相对于股市来说对资金的竞争力有提高的可能，因此所带来的资金流出将规模巨大且持续，但是投资者普遍预期通过政策带动民间投资，奏效的过程将比较缓慢而长期。

（三）其他（非股市）集合投资渠道

（1）创业投资和 PE 投资。

（2）产业投资基金。

（3）产权交易所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）新三板。

这些集合型权益投资渠道都处在发展的初期，目前都尚不足对股市资金构成威胁，但是这些渠道规模发展迅速，空间巨大。

（四）权益类投资不适合用作对抗通胀的保值投资

权益类资产与商品投资的区别：权益类资产的整体价值在于持续获取利润的能力，应以未来利润的角度评估其价值。投资权益类资产的目的永远是为了获取更高的回报，而绝对不是为了保值。实际上在通胀高企时期，企业利润往往受到严重影响，股价下跌的概率高于上涨的概率。

以重置成本和变现价值的方式去思考和计算其价值毫无意义。因为整体来说，如果企业的盈利能力强且未来持续性好，那么根本就难以重置，如果易于重置，说明进入门槛不高，则难以有很好的未来成长性。

企业真正的价值是什么？是一种资源的整合方式。在混乱的环境下，谈不上有价值的资源整合方式。企业总是生存在当下的，如果两三年不盈利，绝大部分企业都是要调整经营策略的，外部环境发生巨大变化，有效的资源整合方式也会发生变化。也就是说，一旦企业假设中的经营环境发生变化，上市公司的净资产所代表的“沉没成本”很可能在瞬间极度贬值。

至于变现价值，企业一旦到了要变现的地步，各种关系都要处理，最终很难剩下什么钱了。

图 2-22 和图 2-23 是关于投资占 GDP 比率的两个历史统计资料。

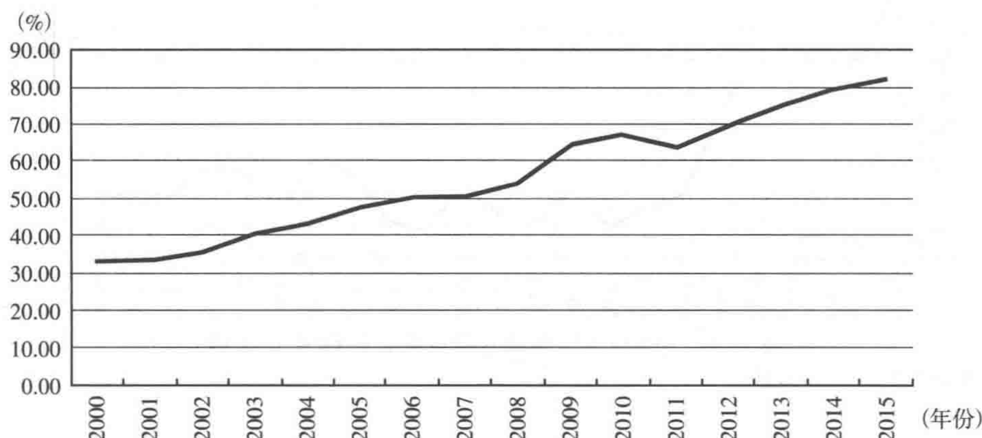


图 2-22 2000~2015 年投资占 GDP 的比重

资料来源：国家统计局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

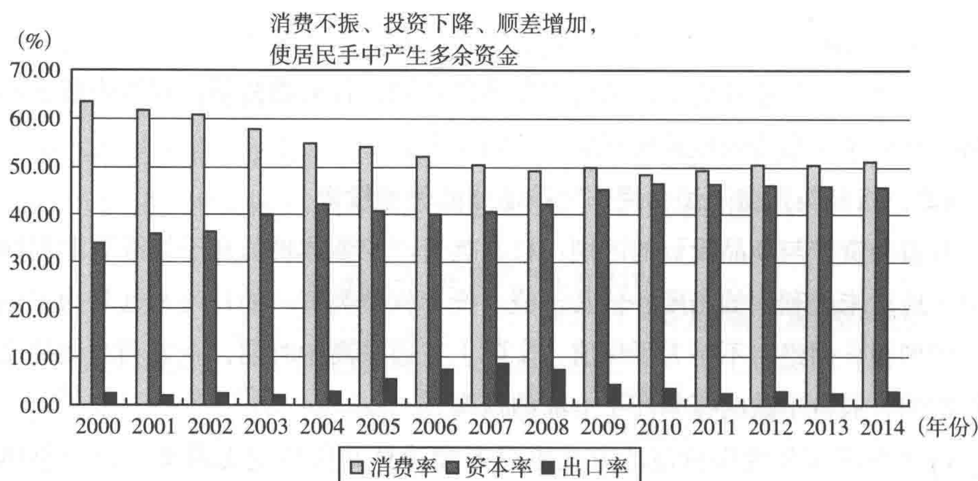


图 2-23　2000~2014 年消费率、资本率和出口率

资料来源：国家统计局。

六、商品投资

商品投资最大的吸引力是“防范通胀”，通胀预期越强，商品投资吸引力越大。

图 2-24 和图 2-25 是我国存货增长的统计数据，存货对 GDP 的贡献是万亿元级别的。

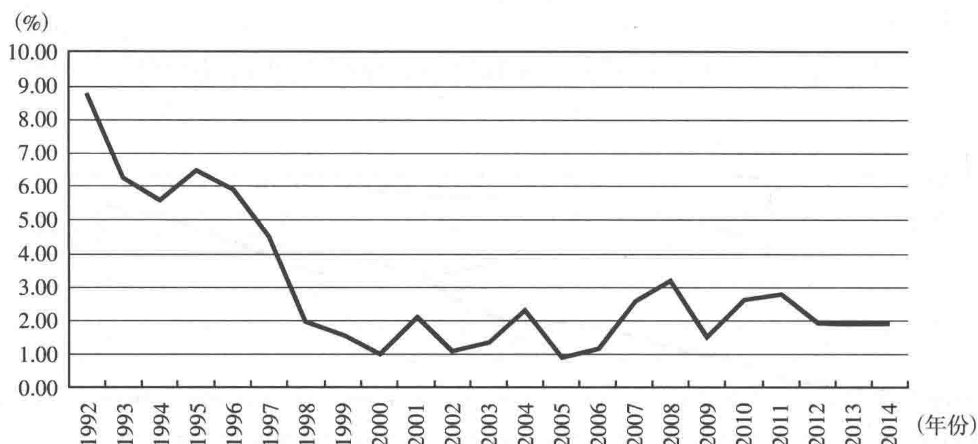


图 2-24　1992~2014 年每年存货增长占 GDP 的比例

资料来源：Choicf 数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

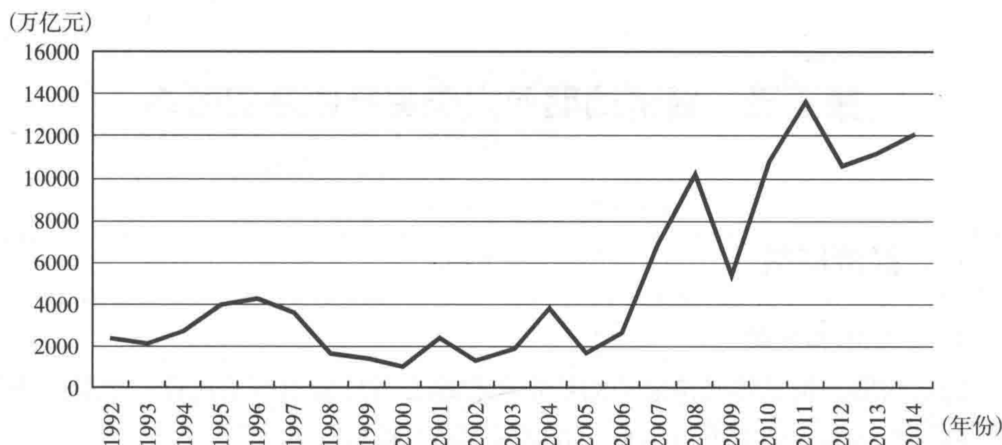


图 2-25 1992~2014 年存货年度增加值

资料来源：Choicf 数据。

七、跨境资金流动

决定跨境资金流动方向和规模的主要是贸易顺差（或逆差）和预期汇率波动。

图 2-26 是我国自 1995 年以来的贸易顺差和外汇储备走势图，由此可以感受到跨境资金流动的规模和趋势。

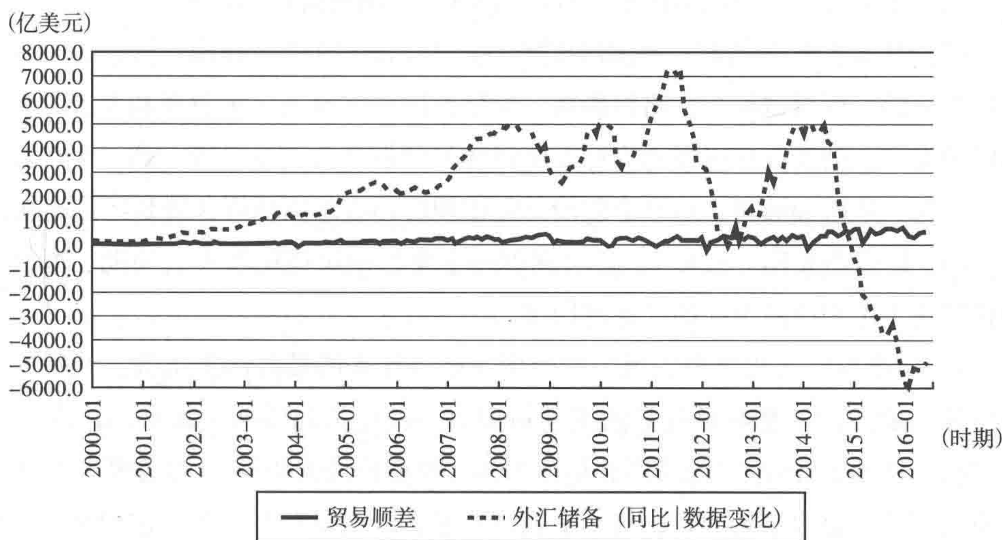


图 2-26 贸易顺差与外汇储备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节 经济周期对大类资产收益的影响

一、经济周期

（一）概念和分类

经济周期是指总体经济活动的扩张和收缩交替反复出现的过程，也称经济波动。每一个经济周期都可以分为上升和下降两个阶段。

自 19 世纪中叶以来，人们在探索经济周期理论的过程中，各自根据所掌握的资料提出了不同长度和类型的经济周期理论。根据经济周期时期的长短我们可以把经济周期划分为短周期、中周期和长周期。

（1）短周期或“短波”。短周期的长度平均为 40 个月，由英国统计学家基钦提出。基钦于 1923 年对美国和英国的详细资料研究后指出，经济周期有大小两种。小周期的长度约为 40 个月，大周期则是小周期的总和，一个大周期一般包括两三个小周期。所以我们把平均长度为 40 个月的短周期叫作基钦周期。

（2）中周期或“中波”。中周期的长度平均为 8~10 年，是由法国经济学家朱格拉提出的，所以也称为朱格拉周期。朱格拉以国民收入、失业率和大多数经济部门的生产、利润和价格波动为标志将经济发展划分为三个阶段。这三个阶段分别是繁荣、危机和清算，这三个阶段反复出现所形成的周期现象就是经济周期。

（3）长周期或称“长波”。长周期理论主要包括康德拉耶夫长周期、熊彼特的长波技术论和库兹涅茨的“建筑周期”。

1）康德拉耶夫根据英、美、法等国 100 多年来的批发物价指数、利率、对外贸易、能源的产量与消耗量的变动指出有一种更长的周期，其平均长度为 50 年左右。这种 50 年左右的周期通常被叫作“康德拉耶夫周期”。驱动康德拉耶夫长波周期的主要因素是创新，每一个基础技术创新阶段都与一个特定的经济发展时期相对应：创新的介绍期—复苏、扩散期—繁荣、成熟期—衰退、衰落期—萧条，正是创新的生命周期引致了长波的轮回。

2）康德拉耶夫的划分后来被熊彼特借鉴，并以其创新理论为基础，以各个时期的主要技术发明、新能源的利用等为标志，进一步把 100 多年以来的资本主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义经济发展过程分为三个波。

熊彼特综合周期：每一个 50~60 年的长周期包括 6 个 8~10 年的中周期，每一个中周期包括 3 个长度约 40 个月的短周期。

表 2–8 熊彼特划分的经济周期

	波谷	波峰	波谷	
第一周期	1785~1795 年	1810~1817 年	1844~1851 年	以纺织业和蒸汽机的发明应用为中心的产业革命时期
第二周期	1844~1851 年	1870~1875 年	1890~1896 年	靠蒸汽机和钢铁业兴盛的蒸汽与钢铁时代
第三周期	1890~1896 年	1914~1920 年	—	靠电力、汽车、化学工业发展生产的时期

3）库兹涅茨于 1930 年根据英、美、法、比利时等国 19 世纪初到 20 世纪初的 60 种工农业主要产品价格变动情况，提出了在主要资本主义国家存在着长度从 15~25 年不等的长期波动过程形成平均长度为 20 年左右的“长期波动”。这一周期被称为“库兹涅茨”周期，由于该周期主要以建筑业的兴旺和衰落这一周期性波动现象为标志加以划分，因而又称为“建筑周期”。

实体经济就是在各种不同驱动力驱动的不同类型周期综合作用下复杂运行的。借用一句名言“长期来看，我们都要死去”，所以，长周期只能作为我们关注的宏观背景，短周期和中周期才是我们研究分析和应用的重点。

（二）研究重点

（1）中周期（中波）：平均一个周期为 8~10 年，又叫朱格拉周期（或资本性支出周期，寓意简化为周期波动的主要驱动因素为资本支出的波动）。

（2）短周期（短波）：平均一个周期长度为 40 个月。又叫基钦周期（或存货周期，寓意简化为周期波动的主要驱动因素为存货的变化）。

（三）对资本市场的影响

（1）经济周期的直接表现是产品和服务提供能力与需求之间的长期平衡关系存在经常性的短期动态失衡。所以，经济周期似乎是经济生活中的必然，经济总是有起有落的。

但是，人们对经济周期却总是反应过度，当出现暴跌的时候，许多人相信经济再也恢复不了，而当出现繁荣的时候，人们倾向于认为这种景象会长期持续。这种心理波动导致在经济周期的不同阶段，人们对不同特征的资产予以不同的配置比例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）研究经济从收缩到扩张的起因有助于我们理解在经济周期不同阶段不同行业在资本市场中的不同表现。

1）被普遍接受的长周期经济再复苏起因：新的技术发明使商业领域的自然利率高于实际利率，投资有利可图，最终带来新一轮投资的井喷。但是，新的技术发明并不是驱动经济周期上升的唯一驱动力，实际上，它仅仅是一个触发器。同时，技术发明的数量必须足够多，从而足以点燃经济的繁荣之火。

2）再复苏的另一重要起因——心理取向：西方经济学之宏观经济学关于企业家投资行为研究认为，投资取决于两方面。在外部经营环境既定的情况下，投资行为既取决于利率，也取决于当时的“对未来经营环境的期待”+“社会的进取精神”，所谓进取精神是指不畏惧风险积极冒险的企业气势。如果企业对未来的期待极高，在进取精神作用下气势高涨，那么即使利率上涨，投资热情也不容易减退。相反，企业对未来不抱太大的期待，进取精神作用也不强烈，即使利率降低，投资热情也不会高涨。

二、中、美两国各大类资产在不同的宏观经济阶段的收益率统计

行业通常做法是根据 GDP 同比增长率和 CPI 同比增长率的变化，将经济周期划分为四个阶段：两者同时下降（衰退）；增长上升，通胀下降（复苏）；两者同时上升（过热）；增长下降，通胀上升（滞胀）。

从表 2-9 中可以看出，四个周期阶段平均历时为 19.5 个月，每个阶段总历时平均为 78 个月，非常接近上文的朱格拉期，朱格拉周期的驱动因素为资本支出的波动。

表 2-9　1973 年 4 月至 2004 年 7 月美国经济周期划分结果

阶段		总计历时（月）	总计历时（年）	占比（%）	平均历时（月）
1	衰退（Reflation）	58	4.8	15	19
2	复苏（Recovery）	131	10.9	35	21.8
3	过热（Overheat）	100	8.3	27	20
4	滞胀（Stagflation）	86	7.2	23	17.2
		375	31.3	100	19.5

从表 2-10 中我们可以看到，站在 30 年的长周期看，投资股市的整体收益率是大类资产中最高的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-10 不同经济周期中美国大类资产投资收益率

单位：%

阶段	债券	股票	商品	现金
衰退	9.8	6.4	-11.9	3.3
复苏	7.0	19.9	-7.9	2.1
过热	0.2	6.0	19.7	1.2
滞胀	-1.9	-11.7	28.6	-0.3
平均	3.5	6.1	5.8	1.5

从表 2-11 和表 2-12 的统计数据可以看出，与美国最大的不同是在复苏阶段，美国的商品类收益为-7.9%，而中国的商品投资收益为正，这是因为中国经济周期的阶段划分是以实际的 CPI 作为标准，而商品类的收益是以期货商品综合指数作为指标，在经济复苏阶段，期货往往先于现货上涨。

表 2-11 2000 年 1 月至 2009 年 2 月中国经济周期划分

阶段		总计历时（月）	总计历时（年）	占比（%）	平均历时（月）
1	衰退（Reflation）	22	1.8	20	7.3
2	复苏（Recovery）	20	1.7	18	10.0
3	过热（Overheat）	40	3.3	36	10.0
4	滞胀（Stagflation）	28	2.3	25	7.0
		110	9.2	100	8.5

资料来源：东方证券研究报告。

表 2-12 中国投资时钟——东方证券（年化收益率）

单位：%

阶段		债券	股票	商品	现金
1	衰退（Reflation）	6.0	-57.9	-38.8	2.5
2	复苏（Recovery）	11.3	0.3	12.6	1.8
3	过热（Overheat）	-0.1	39.4	15.6	1.8
4	滞胀（Stagflation）	1.7	16.6	16.6	2.2
		3.6	6.6	4.2	2.0

注：美国的数据由于参考的时期更长，周期数量更多，理论上应该相对更为可靠；中国的数据由于参考时间段较短，会表现出一定的偶然因素。

另一专业机构关于中国市场不同经济周期阶段的各资产类别收益率统计见表 2-13。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-13　各资产类别收益率统计

单位：%

阶段	过热	滞胀	衰退	复苏	平均
	2006 年 9 月至 2007 年 9 月	2007 年 9 月至 2008 年 4 月	2008 年 4 月至 2009 年 3 月	2009 年 3 月至 2009 年 11 月	
股票	216.8	-33.49	-35.7	34.6	45.6
商品	8.0	3.3	-24.7	27.5	3.5
债券	-1.7	2.9	10.7	-0.4	2.9
现金	1.8	2.4	5.0	1.1	2.6

资料来源：江南金融研究所。股票收益使用上证综指；对于债券使用中证全债指数；对于商品使用南华期货商品综合指数；对于现金使用中证短融指数。

三、利用大类资产周期性规律获取更高的资产配置收益

不同阶段各大类资产的收益表现不同，其中规律本身来源于投资者趋利避害、追求更高回报的心理，不仅很容易理解而且具有天然和持久的正确性。

（1）预计经济要进入衰退阶段，也就是说预期 CPI、PPI 同比增幅将下降，并且 GDP 同比增幅将下降的话，就买入债券。

经济进入衰退，在心理预期的影响下，社会财富的总价值会出现整体下降，能有一定的固定利息收入已属难得。

（2）预计经济要进入滞涨阶段，也就是说预期 CPI、PPI 同比增幅将上升，并且 GDP 同比增幅将下降的话，就买入商品。经济进入滞胀，在心理预期的影响下，社会财富的总价值甚至会出现整体下降，资产保值已属不易。

（3）预计经济要进入复苏阶段，也就是说预期 CPI、PPI 同比增幅仍在下降，但 GDP 同比增幅开始上升，这时就买入权益类资产。经济进入复苏，社会财富总价值增长，投资者应在财富再分配中谋求更高收益。

在中国，进入权益类资产的渠道目前主要分为两种：一种是股票，用来汇集民间资金进行集中投资；另一种是直接实业投资或通过 PE 等其他渠道进行投资。

投资者首选的是直接进行实业投资，但当各行各业的投入资金门槛很高，或者行业竞争格局日益大型化和垄断化，中小生意越来越难做时，买股票就成为进入权益类资产的务实途径了。

所以，当预计经济进入复苏阶段希望进入权益类资产时，要对两种进入渠道进行比较，才能确定是否适合购买股票。

（4）预计经济要进入过热阶段，也就是说预期 CPI、PPI 同比增幅将上升，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并且 GDP 同比增幅也将上升。这方面，中国资料和美国资料发生了分歧，中国资料显示应该买入股票，而美国资料则显示应该买入商品。这和两国所处的发展阶段有关，美国对通胀的管理比中国更为严厉，而作为发展中国家，在高速发展的同时适度的通胀更容易被认可。

大类资产在各周期的收益表对判断投资的大方向非常有用，问题和难点在于“如何准确判断宏观经济将要向哪个阶段发展”。深入研究经济周期，其作用在于使我们能够预判经济周期并做出正确的投资选择，明白经济周期的存在和其影响本身有利于我们理清思路，及早理解和把握经济形势及股市投资大环境的变化。

第四节 从大类资产到股市大波段

社会财富在各大类资产之间的配置和流动主要取决于两方面因素。

一、投资者对各大类资产的预期收益率和预期风险，以及由两者所形成的资产预期的风险收益特征

从投资者整体来说，根据行为金融学理论，人们对未来市场的预期是建立在对过去市场的认识基础上的，即“历史决定未来”。

普通投资者对各大类资产的预期风险收益特征主要取决于各大类资产的历史表现，例如，权益类投资是高风险高收益的，债券是低风险的，房地产是永远上涨的，等等。

专业投资者则会根据自己的专业判断对未来的变化形成自己独到的预期。

二、投资者对风险收益心理取向的变化

作为一个整体，投资者对风险收益的心理取向通常是比较稳定的，只有当社会生活环境发生重大、持续的改变，或者有重大事件发生，投资者对风险收益的心理取向会发生转变。从长期看，投资者对风险收益心理取向及其变化决定了其资产的配置格局，从而在长线上决定了各大类资产的相对价格。

例如，社会的人口年龄结构在很大程度上影响着投资价值取向，人口年龄结构越年轻，其投机性越强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从大类资产配置具体到股市，应综合考虑各大类资产对投资者吸引力强弱变化、政策动向和股票供应等多方面因素以预判大盘的大波段趋势：

（1）包括货币的各大类资产供求关系以及对投资者吸引力强弱变化是判断大盘大波段趋势的关键。表 2-14 如能经常填一填，对判断大盘走势的大方向大有裨益。

表 2-14 各大类资产投资价值动态变动

大类资产	预期投资收益	预期投资风险	预期风险收益近期变化	竞争力变化潜在趋势	目前资金状态及量级（流入或流出）	备注
货币						
固定收益类资产						
房地产						
股票						
其他权益投资						
商品投资						
跨境资金流动						

（2）对政府宏观政策的研究。政府政策关系到货币环境的松紧，关系到实业投资环境的好坏，关系到股市的供求，关系到房地产的投资价值，关系到跨境资金流动等各大类资产，因此，政府政策揣度是依据大类资产竞争力变化来判断股市大波段趋势的重要因素。

1）中国政府经济金融政策现状：中国是强势政府，政府一手掌握着项目，一手掌握着资金。当资金供应过多而项目较少的时候，资金投机冲动——房地产、证券、期货等上涨，甚至到商品市场（如农产品等）去投机；政府放宽项目审批，（项目＋资金）将拉高 GDP 增长水平，直到瓶颈行业价格高涨，发生通胀，这又迫使政府收缩银根，控制项目。在我国，由于政府对经济的主导能力很高，政府控制经济衰退的能力很强。

2）政策研究：政府通过财政、金融政策和行政、行业法规等手段调节宏观经济。政府最关心的是社会稳定，因而失业率和通胀率是政府关注的两个重要指标。政策揣度是指利用当前的宏观经济指标和以往的政策调控经验积累，根据政府阶段性目标的重点，推断政府将要采取的调控手段或者目前调控手段被实际执行的力度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节 大类资产与中国股市大盘走势历史案例分析

英国首相丘吉尔曾说："回顾得越远，可能前瞻得越远。"

以下我们将从大类资产对资金吸引力的角度来分析中国股市的数次大波段波动。

1996 年以来的 A 股走势大波段如下：

1996 年 1 月至 1997 年 5 月，上证指数从 512.83 点上涨到 1510.17 点；

1997 年 5 月至 1999 年 5 月，上证指数从 1510.17 点下跌到 1047.83 点（1997 年 7 月亚洲金融危机）；

1999 年 5 月至 2001 年 6 月，上证指数从 1047.83 点上涨到 2245.43 点；

2001 年 6 月至 2005 年 6 月，上证指数从 2245.43 点下跌到 998.23 点；

2005 年 6 月至 2007 年 10 月，上证指数从 998.23 点上涨到 6124.04 点；

2007 年 10 月至 2008 年 10 月，上证指数从 6124.04 点下跌到 1664.93 点；

2008 年 10 月至 2009 年 8 月，上证指数从 1664.93 点上涨到 3478.01 点。

2009 年 8 月至 2012 年 12 月，上证指数从 3478.01 点下跌到 1949.46 点。

2012 年 12 月至 2015 年 6 月，上证指数从 1949.46 点上涨到 5178.19 点。

一、1996 年 1 月至 1997 年 5 月，上证指数从 512.83 点上涨到 1510.17 点

1996 年第一季度至 1997 年第二季度的 GDP 同比增长率为：10.9%、10.3%、10%、10%、10.4%。1997 年第三季度降到 10%以下，最低到 1998 年第二季度的 7.2%，到 2003 年第一季度才重新回到 10%以上。

（1）货币：1996 年货币总量（M1）为 28514.8 万元，1997 年货币总量（M1）为 34826.3 万元，分别同比增加 18.88%和 22.13%，增长率为历年较高水平。

（2）固定收益类资产：1996 年 1~4 月，一年期定期存款利率为 10.98%，5~7 月为 9.18%，1996 年 8 月至 1997 年 9 月为 7.47%。从 1996 年 1 月至 1997 年 5 月，全国消费价格总指数从 109%一路下滑到 102.80%。随后一直到负数，负数几乎是持续到 2003 年初才开始转正。所以，1996 年 1 月至 1997 年 5 月，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以历史同比数据作为未来物价的预期，则心理层面的实际利率实际上一直处于攀升状态，从1.98%（10.98%~9%）一直攀升到4.67%（7.47%~2.8%）。

1996年1月至1997年5月，国债发行了4608.27亿元，企业债72.20亿元，金融债1687.62亿元，合计6368.09亿元。

（3）房地产：本阶段中国的房地产市场尚未起步。

（4）其他权益类投资：1996年和1997年中国的投资率（固定资产投资占GDP的比重）呈现快速下降的状态，从1995年的40.29%下降到1996年的38.813%和1997年的36.699%。

（5）商品投资：企业存货占GDP的比例出现快速下降，从1995年的7.253%下降到了1996年的6.387%和1997年的4.902%。

（6）跨境资金流动：1996年1月至1997年5月，中国尚未加入WTO，贸易顺差处于较低水平，外汇储备为负。

从上面各大类资产的基本状况来看，1996~1997年，货币大量发行以刺激经济，而中国实业投资状况不佳，资金流入减速，房地产投资尚处于萌芽阶段，定期存款等准货币品种在经过1994年、1995年的高达40%以上的暴增之后开始减速，在商品投资方面，企业也开始了去库存阶段，资金流出。而1995年底的股市，TTM市盈率处于20倍以下的水平，1996年第一季度至1997年第二季度中国GDP增速一直保持在10%以上，市场对经济前景预期乐观，股票从投资价值上的确具备相当的吸引力，同时，股市融资开始加速，A股流通市值占GDP的比重由1995年底的1.3%上升到1996年底的3.5%和1997年底的6.2%。

在这种宏观背景下，股市具有相对吸引力，资金陆续流入股市，上涨指数从512.83点上涨到1510.17点。

二、1997年5月至1999年5月，上证指数从1510.17点下跌到1047.83点（1997年7月亚洲金融危机）

1996年5月至1999年5月：GDP同比增长率在1997年第三季度降到了持续多年的10%以下，最低到1998年第二季度的7.2%，然后开始回升至1999年第一季度的9.1%，然后再次下跌至1999年第四季度的7.6%，1999年全年增长7.6%，2000年开始回头向上，全年增长8.4%，一直到2003年第一季度才重新回到10%以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）货币：1997~1999 年货币总量（M1）为 34826 万元、38954 万元和 45837 万元，分别同比增加 22.13%、11.85%和 17.67%，货币供应量增长率波动较大，年复合增长率为 14.72%，处于历史中值水平。

（2）固定收益类资产：一年期定期存款利率在 1997 年 9 月为 7.47%，1997 年 10 月开始下调到 5.67%，1998 年 3 月再次下调到 5.22%，1998 年 7 月再下调到 4.77%，1998 年 12 月再下调到 3.78%，1999 年 6 月再下调到 2.25%，从 7.47% 到 2.25%，以 4~6 个月为节奏连续 5 次下调利率。

1997 年 5 月至 1999 年 5 月，全国居民消费物价指数从 102.80%下降到 97.8%，负数几乎是持续到 2003 年初才开始彻底转正。所以，在 1997 年 5 月至 1999 年 5 月，固定收益类资产的实际利率水平在 4.67%~5.98%波动。

中国准货币总量从 1997 年的 5.4 万亿元增加到 1999 年的 7.18 万亿元，三年的增速分别为 20.06%、16.99%、13.35%，增长速度由历史较高水平下降至历史最低水平。

（3）房地产：1998 年，在国家宣布从下半年起停止实物分房，逐步实行货币分房，本阶段中国的房地产市场刚刚起步，规模尚很小。

（4）其他权益类投资：中国的投资率从 1997 年的 36.699%缓缓下降到 1999 年的 36.161%，保持在较低水平。

（5）商品投资：企业存货占 GDP 的比例出现快速下降，从 1997 年的 4.902% 下降到 1999 年的 2.66%。

（6）跨境资金流动：贸易顺差处于较低水平，外汇储备为负。

（7）股市：1997 年 5 月至 1999 年 5 月，由于受到亚洲金融危机影响，上市公司业绩大滑坡，市盈率上涨到 55 倍以上，随后逐步回落到 40 倍左右的水平。相对于固定收益类资产的 4.67%~5.98%的实际利率水平，股市不具有吸引力，兼之市场对经济前景极度悲观，流入股市的资金十分有限，上证 A 股指数从 1510.17 点下跌到了 1047.83 点。

三、1999 年 5 月至 2001 年 6 月，上证指数从 1047.83 点上涨到 2245.43 点

1999 年 5 月至 2001 年 6 月，GDP 同比增长率从 1999 年第一季度达到阶段高点 9.1%，然后逐季下滑至 1999 年第四季度的 7.6%，2000 年开始回暖，第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季度达到9%，缓缓下滑到2001年第三季度的8%。从年度数据来看，GDP增速在1999年到达底部（7.6%），之后就开始了长达8年之久的持续上升。1999年的中国经济已经逐渐走出亚洲金融危机的影响，步入回升阶段，2000年和2001年GDP同比增速分别达到了8.4%、8.3%。

（1）货币：中国的货币供应量（M1）增速在1998年达到一个历史低点后，于1999年迅速恢复至17.67%的水平，尽管随后又滑落至2001年的12.65%，但是总体来看，两年里从1999年的45837.3亿元增长到2001年的59871.59亿元，年均增长14.29%，处于历史中值水平。

（2）固定收益类资产：一年定期存款利率，1999年6月至2002年2月，维持在2.25%的水平。全国居民消费价格总指数在1999年5月至2001年6月的月度数据大致保持在97.9%和101.7%之间波动。所以，1999年5月至2001年6月，固定收益类资产的实际收益率在0.55%~4%波动。同时，1999年，国家开始征收利息税。

1999年、2000年中国准货币（定期存款+储蓄存款）同比增长水平为13.35%、13.46%，处于1993年以来少见的低水平。

（3）房地产：房地产市场从行情清淡走向购销两旺，步入了房地产大牛市的初期，2000年，房地产开发和销售总量增速达到30%以上。但由于处于牛市初期，总体规模较小，房地产投资总额从1999年的4000亿元增长到2001年的6245亿元，以2000年10万亿元的GDP来计算，占到了约5%的水平。但相对于目前10%~15%的比例，仍属偏低。

（4）其他权益类投资：1999年5月至2001年6月，固定资产投资比例经过了一个见底回升的过程，1999~2001年，固定资产投资占GDP的比例分别为36.161%、35.284%、36.495%，整体处于1993年以来最低水平。

（5）商品投资：1999~2001年，企业存货占GDP的比例也经历了一个筑底的过程，三年的数据分别为2.66%、1.011%、1.848%，整体处于1993年以来最低水平。

（6）跨境资金流动：1996年1月至1997年5月，中国尚未加入WTO，贸易顺差处于较低水平，外汇储备为负。

（7）股市：1999~2001年，股市市盈率（TTM算法）处于高位，维持在40倍以上水平，但与在0.55%~4%波动的实际利率对比，股市仍有一定的吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，为了刺激经济，1999 年货币增长达到 17.67%的增长率，而同时由于实业投资环境不佳以及通缩的存在，实业投资和企业库存都无法大量吸引资金。GDP、固定资产投资比例和商品投资都在进行中的见底回升过程使投资者对经济增长的未来预期好转，兼之海外市场网络股暴涨的刺激，大量资金持续流入股市，造就了 1999~2001 年的大牛市。

四、2001 年 6 月至 2005 年 6 月，上证指数从 2245.43 点下跌到 998.23 点

GDP 增速在 2001 年第三季度达到阶段性低点 8%，然后逐季上升至 2003 年第一季度的 10.80%，第二季度回落到 9.7%，然后 GDP 增速一直保持在 10%以上，并在 2007 年第二季度达到 14.5%的高位。GDP 总量从 2001 年的 10.97 万亿元增长到 2005 年的 18.49 万亿元。

一年定期存款利率，从 1999 年 6 月到 2002 年 2 月，维持在 2.25%的水平，2002 年 2 月降至 1.98%，并一直维持到 2004 年 10 月。

（1）货币：中国的货币供应量（M1）在 2002 年、2003 年高速增长，两年的增速都达到了 18%以上，货币总量从 2001 年的 59872 亿元增长到 2005 年的 107279 亿元，4 年复合增长率为 15.7%，处于历史中值以上水平。

（2）固定收益类资产：一年定期存款利率，从 1999 年 6 月到 2002 年 2 月，维持在 2.25%的水平，从 2002 年 2 月开始调低到 1.98%，保持到 2004 年 9 月，2004 年 10 月再次调高到 2.25%，并一直保持到 2006 年 8 月调高到 2.52%。全国居民消费价格总指数在 2001 年 6 月至 2005 年 6 月期间的月度数据大致保持在 99%~105%波动，年度数据在 99.6%~103.2%波动。所以，在 1999 年 5 月至 2001 年 6 月期间，固定收益类资产的实际收益率在 1%~2.65%的水平之间波动。

2001~2005 年中国准货币（定期存款+储蓄存款）由 9.84 万亿元增长到 19.15 万亿元，年复合增长率为 18.11%，处于历史中值水平。

（3）房地产：房地产市场步入价升量增的大牛市，商品房投资从 2001 年的 6245 亿元增长到了 2005 年的 15759 亿元，4 年复合增长率高达 26%。其中 2005 年的销售增长率高达 74%。商品房市场占 GDP 的比例也由 2001 年的 4.2%上升到 2005 年的 9.78%（增加 5.58%）。如果以 2005 年的 18.49 万亿 GDP 数据来计算，商品房市场繁荣，多吸引资金 1.03 万亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）其他权益类投资：2001~2005 年中国固定资产投资大幅上升，占 GDP 的比例由 2001 年的 36.495%持续上升到 2004 年的 43.155%。2005 年稍稍回落到了 42.74%的水平。如果以 2005 年的 18.49 万亿元 GDP 数据来计算，固定资产投资比例上升多吸引资金 1.23 万亿元。显示以新上项目分享经济成长的资金比重大幅增加。

（5）商品投资：2001~2005 年企业存货占 GDP 的比例缓慢上升，5 年的数据分别为 1.848%、1.604%、1.809%、2.519%、1.937%，整体处于 1993 年以来较低水平。

（6）跨境资金流动：2001~2005 年，中国的贸易顺差持续高速上升，GDP 中的净出口率从 2001 年的 2.133%上升到 2004 年的 2.545%，并在 2005 年跃升至 5.418%。

（7）股市：2001~2005 年，中国股市的整体市盈率水平连续 4 年持续下降，从最高 70 倍一直下降到 2005 年中期 20 倍的水平。相对于在 1%~2.65%波动的实际利率，A 股的真实投资价值明显。但由于庄股跳水、券商黑洞不断暴露以及国有股流通等大问题持续暴露和一直未能有效解决，使中国 A 股市场公信力严重缺失，吸引力受到负面影响，在外围实业投资和房地产投资领域机会不断的情况下，致使股市的投资价值被持续压制。

五、2005 年 6 月至 2007 年 10 月，上证指数从 998.23 点上涨到 6124.04 点

2005 年第一季度，中国的 GDP 摆脱了 10%的束缚，跃升到 11.20%，高速增长的 GDP 一直持续到 2007 年第四季度，当季 GDP 同比增速达到了 14.20%，这期间 GDP 增速最高的季节为 2007 年第二季度的 14.5%，到 2007 年底，GDP 总量由 2004 年的 15.99 万亿元增长到了 2007 年的 26.58 万亿元。

（1）货币：2005 年，中国货币供应量增速为 11.78%，增速较低，但 2006 年、2007 年货币供应快速放量，两年同比增速分别为 17.48%和 21.05%，到 2007 年底，中国货币总量（M1）由 2004 年底的 9.6 万亿元增长到 2007 年底的 15.26 万亿元，年复合增长率为 16.71%，大幅高于历史增速的中值水平。

（2）固定收益类资产：一年定期存款利率在 2004 年 10 月调高到 2.25%后一直保持到 2006 年 8 月才调高到 2.52%，2007 年 3 月调高到 2.79%，2007 年 5 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调高到3.06%，2007年7月调高到3.33%，2007年8月调高到3.60%，9月调高到3.87%，2007年12月调高到4.14%。从2006年8月开始进入加息周期，1年半时间内上调了7次，每次调高0.27%，共计调高了1.89%。

全国居民消费价格总指数2005~2007年的年度数据分别为101.6%、102.8%和106.5%。所以，2005~2007年，固定收益类资产的实际收益率在-2.06%~1%的水平之间波动。

中国准货币总量（定期存款+储蓄存款+其他存款）由2004年底的15.72万亿元增长到2007年的25.09万亿元，年复合增长率为16.86%，处于历史较低水平，显示2005~2007年资金从固定收益类资产中流出。

（3）房地产：2005~2007年，商品房市场量价齐升，2007年全国商品房销售额达到2.96万亿元，较2004年的1.04万亿元提高了1.92亿元的水平，商品房销售额占GDP的比例由2004年的6.5%上升到11.14%，显示大量资金流向房地产。

（4）其他权益类投资：2005~2007年，中国GDP中的投资比例稳定在高位，3年的数据分别为42.74%、42.59%和42.16%，略呈下降态势，显示选择新项目投资分享经济成长的资金比重减少。

（5）商品投资：2005~2007年，企业存货占GDP的比例在低位缓慢上升，3年的数据分别为1.937%、2.25%、2.631%，整体处于1993年以来较低水平。

（6）跨境资金流动，2005~2007年，中国的贸易顺差持续高速上升，GDP中的净出口率从2004年的2.545%快速跃升至2007年的8.887%。

（7）股市：截至2005年，中国经济的GDP加速增长已经持续了6年之久，经济前景一片光明，权益类投资价值诱人。同时，A股市场则随着庄股炒作、国有股流通等股市重大风险的相继解决，吸引力开始凸显。相对于在-2.06%（负利率）~1%波动的实际利率，2005年中期才20倍左右市盈率的股市实在价值明显。2005~2007年，股市开始大幅扩容，A股市场量价齐升，中国股市的整体市盈率水平从最初的20倍低位震荡向上升至最高50倍以上，股市流动市值占GDP的比例由2005年的5.4%上升到2007年底的34.1%。

拉长视角看，2001~2004年，我国的M2/M1所代表的流动性增长一直在高位，GDP增长也保持在较高水平，上市公司利润稳健增长。但由于我国采取的房改措施激发了百姓购房的刚性需求，同时，出口产业的繁荣使民间投资日趋活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跃，社会资金涌向房地产和实业投资，股市被抽血，股市从 2001 年 6 月的 2245 点下跌至 2005 年的 998 点。

过快的经济增长直接导致了 2004 年的宏观调控，2005 年流动性增长低位徘徊，部分周期性强的上市公司利润也受到一定程度的影响。但是，2004 年 8 月 31 日，协议性土地转让被全面终止，土地招拍挂在全国范围全面实行，从而导致了土地财政的升级和房价的全面高速上涨，从 2005 年开始，房价已经逐渐脱离老百姓的购买能力。而与此同时，2003 年国资委成立，2004 年发生的铁本事件，制造业产能过剩加剧，实业投资领域开始国进民退，民间投资环境恶化。加之 2005 年开始的人民币汇率升值导致热钱涌入等，多重因素致使资金涌向股市，从而引发了 2006 年、2007 年的股市大牛市。

六、2007 年 10 月至 2008 年 10 月，上证指数从 6124.04 点下跌到 1664.93 点

2008 年第一季度，中国的 GDP 同比增速直线下跌，从 2007 年第四季度的 14.2%下滑到 11.30%，继而一发而不可收，在国际金融危机的影响下，GDP 增速一直滑落到 2009 年第一季度的 6.5%，在国家强有力经济扩张计划的刺激下，GDP 增速才触底回升，到 2010 年第一季度恢复到 11.30%的水平。

（1）货币：2008 年初，货币供应量尚保持在 20.54%的同比增速，但受到金融危机的影响，货币供应量迅速下降，到 2009 年第一季度时，M1 同比增长率降到了 6.68%的水平。

（2）固定收益类资产：一年定期存款利率，2007 年 12 月调高到 4.14%后一直保持到 2008 年 9 月，央行在 2008 年 10 月、11 月、12 月连续三次调降利率至 2.25%的水平。

全国居民消费价格总指数在 2008 年表现为冲高回落的过程，月度数据先是冲高到 4 月的 108.50%，继而快速走低，到 2008 年 12 月已经下降到了 101.20%的低位。2008 年，固定收益类资产的实际收益率在-4.36%~1.25%波动。

2008 年，中国准货币总量（定期存款+储蓄存款+其他存款）由 2007 年底的 25.09 万亿元增长到 2008 年底的 30.89 万亿元，增长率为 23.15%，处于历史较高水平，尽管实际利率很低，但在经济前景悲观之际，资金选择了固定收益予以沉淀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）房地产：2008 年房地产销售总额同比出现了大幅滑坡现象，全年全国商品房销售额为 2.41 万亿元，较 2007 年的 2.96 万亿元减少了 5500 亿元，下滑 18.69%。

（4）其他权益类投资：2008 年，中国 GDP 中的投资比例高，为 43.542%。

（5）商品投资：2008 年企业库存占 GDP 的比例跳升至 3.252%，在销售不畅的情况下，企业库存被动增加。

（6）跨境资金流动：2008 年 GDP 中的净出口率保持在 7.865%的高位。

（7）股市：2008 年，由于对世界经济和中国经济的极度悲观预期，加之货币状况非常紧，企业资金从金融资产中抽回用做流动资金以维持生产经营的需要，中国股市的整体市盈率水平一路狂跌到了 15 倍以下。

七、2008 年 10 月至 2009 年 8 月，上证指数从 1664.93 点上涨到 3478.01 点

2009 年，在国家强有力经济扩张计划的刺激下 GDP 增速才触底回升，2009 年第二季度至 2009 年第四季度，中国 GDP 同比增长率分别为 7.4%、8.1%和 9.1%，到 2010 年第一季度恢复到 11.30%的水平。

（1）货币：2008 年第四季度，中国的货币政策开始由紧缩调整为宽松，2009 年第一季度，货币供应量开始放量，2008 年底，货币（M1）余额为 16.62 万亿元，截至 2009 年 8 月底已增长到了 20.04 万亿元，同比增长了 27.73%。较 2008 年底增长了 20.58%，远高于历史水平，增加量为 3.42 万亿元。

（2）固定收益类资产：一年定期存款利率，2007 年 12 月调高到 4.14%后一直保持到 2008 年 9 月，央行在 2008 年 10 月、11 月、12 月连续三次调降利率至 2.25%的水平，并一直保持着这个水平。

全国居民消费价格总指数在 2008 年表现为冲高回落的过程，到 2009 年 2 月，首次下降到了 100%以下为 98.4%，2009 年 8 月上升到 100.50%。

所以，2008 年 10 月至 2009 年 8 月，固定收益类资产的实际收益率在 0~3% 的水平波动。

2008 年 9 月，中国的准货币存量为 29.71 万亿元，2009 年 8 月底增加到 37.63 万亿元，同比增长 28.89%，较 2008 年 9 月底增长了 26.66%，远高于历史水平，并且高于货币供应量增速。显示在宽松货币政策下，选择沉淀为流动性不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强的存款的资金量增多。

（3）房地产：2009 年房地产销售总额大幅放量，全年成交金额为 4.4 万亿元，较 2008 年增长 52.61%，增加近 2 万亿元。从月度数据来看，2009 年 2 月，商品房销售就止住了同比下跌趋势，从此月走高至 8 月，就达到了同比增长近 70%的高水平。

（4）其他权益类投资：2009 年，投资占中国 GDP 中的比例跃升为 47.523%。

（5）商品投资：2009 年，企业库存占 GDP 的比例下降至 2.039%，企业处于去库存状态。

（6）跨境资金流动：2009 年，GDP 中的净出口率下降为 3.834%。

（7）股市：2009 年，在世界经济依旧低迷和悲观之际，我国采取了货币高度宽松的政策，汹涌的资金流出抬高了几乎所有资产的价格。

八、2009 年 8 月至 2012 年 12 月，上证指数从 3478.01 点下跌到 1949.46 点

2009 年下半年到 2010 年第一季度，中国经济处于加速扩张中，但好景不长，2010 年第一季度达到同比增速季度高点之后，一路下滑至 2016 年第二季度，GDP 季度累计同比从 2010 年第一季度的 12.2%下滑到 2012 年第四季度的 7.7%。也就是说，2009 年 8 月至 2012 年 12 月的中国经济以快速下滑为主。

（1）货币：2008 年第四季度之后的宽松货币政策被超预期执行，2009 年第一季度到 2010 年 1 月，M1 同比增速暴增至近 39%，之后一路快速下降到 2012 年 4 月的同比 3.08%创新低水平。

（2）固定收益类资产：一年定期存款利率，从 2010 年 10 月 20 日开始，以每次 0.25%的节奏连续上调，到 2011 年 7 月 7 日调高到 3.5%，一直维持到 2012 年 6 月 8 日下调至 3.25%，开启下调周期。

2009 年 8 月至 2012 年 12 月，CPI 大幅波动，2011 年 7 月底 CPI 最高上涨至 6.45%，约 3 年半的时间周期里，一年期定存的实际收益率大约在-3%~4%的水平波动，均值在 1%左右。

2009 年 8 月，中国的准货币存量为 37.63 万亿元，2012 年 12 月增长至 66.55 万亿元，增长了 76.85%，而同期 M1 增长了 54%。在货币供应大幅收紧的环境下出现这种状况，显示经济活力不足，投资者宁可选择将资金沉淀固化下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）房地产：2009 年销售大幅放量以来，房地产作为低风险高收益的居民投资标的的地位更加稳固，全国商品房销售金额从 2009 年的 4.44 万亿元上升到 2012 年的 6.45 万亿元，占 GDP 的比重整体维持在历史高位。

（4）其他权益类投资：2009~2012 年，投资增速逐级下降。

（5）商品投资：2009~2012 年，企业库存先扬后抑，总体上升，占 GDP 的比例由 1.54%上升到 1.97%。

（6）跨境资金流动：2009~2012 年，GDP 中的净出口率从 4.31%下降到 2.71%。

（7）股市：中国经济增速快速下滑，权益类投资风险上升，吸引力下降，资金沉淀在稳定的固定收益和房地产投资上，股市由震荡向下到快速持续下跌。

九、2012 年 12 月至 2015 年 6 月，上证指数从 1949.46 点上涨到 5178.19 点

2012 年中期以来，中国经济增速由快速下滑过渡到缓慢下滑。

（1）货币：2012 年 6 月 8 日央行超预期的降息启动了货币宽松周期，M1 由 2012 年 4 月的同比 3.1%增速上升到 2013 年 1 月的 15.3%，之后再次回落，到 2015 年第二季度下滑到 4%左右。

2015 年下半年开始发力，2016 年 3 月超过 20%，2016 年 6 月 M1 同比增速达到 24.6%。

（2）固定收益类资产：在 2012 年 12 月至 2015 年 6 月，一年定期存款利率在-0.3%~2%波动，中位数 0.85%。

（3）房地产：2012 年 12 月至 2015 年 6 月，房地产虽有所震荡，但其在国民经济中的分量保持高位攀升局面，整体呈现为价升量增。

（4）其他权益类投资：2013~2015 年，固定资产投资增速快速下滑，从 20%年增长下滑到 10%。

（5）商品投资：2013~2014 年，企业库存占 GDP 的比例低位缓降，企业处于去库存后半段。

（6）跨境资金流动：2012 年 12 月至 2015 年 6 月，外汇储备剧烈波动，先大幅上升继而快速下降。

（7）股市：中国经济下滑进入后半段，风险降低，预期逐渐乐观，而实业投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资环境继续恶化，过剩资金推动股市上涨。

十、综述

从上述股市各个大波段中各大类资产的角度进行分析，我们发现：

（1）货币作为经济运行的血液，需求刚性最强，平稳的货币环境是分析其他各大类资产的前提，如果货币紧张，各大类资产的估值水平都将受到影响。

（2）相对于权益类投资，固定收益类资产的实际利率是最重要的估值对比标准，实际利率高则权益类投资价值下降，实际利率低则权益类投资价值上升。

（3）经济前景预期决定着权益类投资的吸引力，经济预期乐观，整体权益类投资会上升，经济预期悲观，整体权益类投资会下降。

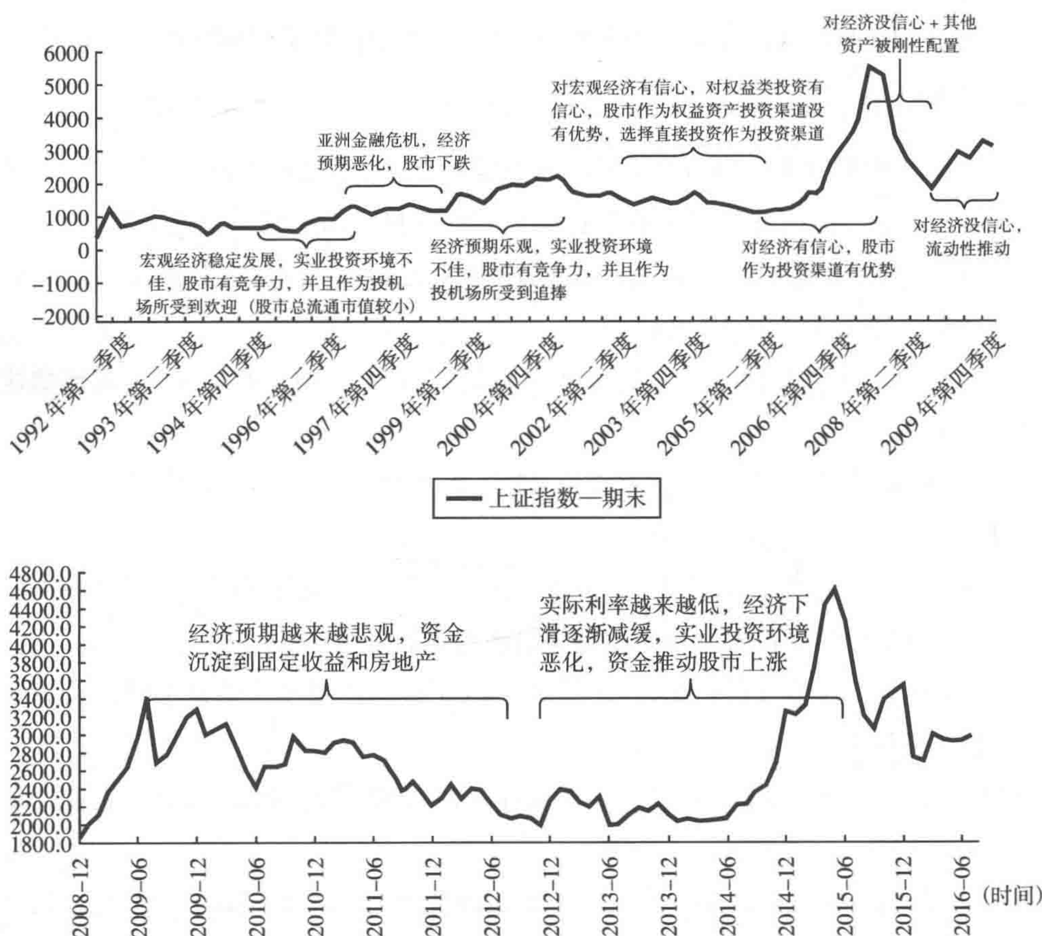


图 2-27　1992~2016 年上证指数收盘价

资料来源：Wind 资讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）股市是权益类投资的一个重要渠道，其他权益类投资渠道与股市构成竞争关系，如果企业和居民的资金有更好的渠道参与权益类投资，则对股市构成负面影响。

整体来看，按照敏感程度由高到低排序，经济预期乐观、其他权益类投资缺乏竞争力、实际利率低是股市上涨的重大利好因素。相反，经济预期悲观、其他权益类投资渠道竞争力提高、实际利率上升是股市的利空因素。

第六节 股市大盘上升和下跌的空间研究

不同宏观环境下，股市相对于其他大类资产对资金的吸引力变化决定了股市的大方向，而趋势一旦形成，就会形成自我强化，其幅度往往会超出我们的预料，那么如何判断股市向上或者向下的幅度以及持续的时间，如何寻找股市趋势拐点出现的先兆呢？这方面，本书推荐使用“正反两面研究”的分析框架来辅助思考。

正反两面研究分析适用于大类资产、投资机会、行业、个股等领域，其框架如下：

- 利空 1……
- 利空 2……
- 利空 3……
- 趋势过程中新增利空 1……
- 趋势过程中新增利空 2（持续周期较长时）；

……利空的积累决定了股市下跌趋势的持续程度（堰塞湖）。

- 利多 1……
- 利多 2……
- 利多 3……
- 趋势过程中新增利多 1……
- 趋势过程中新增利多 2（持续周期较长时）；

……利多的积累决定了股市上涨趋势的持续程度（压抑的弹簧）。

市场对利多利空的反应有一定滞后性。重大刺激因素引发股市趋势的形成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(引爆)，之后利多或者利空将被深度挖掘。

这就是投资者通常所感受到的“股市一涨，什么利好都出来了”和“股市一跌，什么利空都出来了”，这反映了投资者的一种从众心理，而“从众思维”是人类社会的自然现象，永远无法改变。

反映到股市上，就会出现“有重大利好股市不涨”或者“有重大利空股市不跌”的情况，其实不是不涨也不是不跌，“不是不报，时候不到；时候一到，统统报销”。真实的利多利空迟早会在股市中反映出来，但是要等到投资者“群体思维”的注意力转过来的时候。

明白了这一点，相信我们在股市投资中就会多一分耐心，少一分浮躁。对于股市运行的节奏也会有更好的把握。

下面我们利用 2001 年 6 月 14 日至 2005 年 6 月 6 日的漫漫熊市的开端、其间的一次强劲反弹及随后的再跌行情三阶段分析其中的缘由，找到对未来行情判断的可资借鉴之处。

一、2001 年 6 月 14 日至 2005 年 6 月 6 日的熊市开端之正反两面因素储备

（一）2001 年 6 月时股市已积累的利空因素（堰塞湖）

1. 相对于实际利率水平，2001 年 6 月 14 日的股市整体市盈率水平缺乏竞争力

2001 年 6 月 14 日，所有 A 股整体市盈率（整体法 TTM）为 68 倍，一年定期存款利率为 2.25%（理论上支撑 45 倍 PE）（物价指数围绕 100%上下波动，暂予忽略），从长线投资价值来看，买股票不如存银行。A 股流通市值从 1995 年占 GDP 的 1.3%增加到 2000 年占 GDP 的 15.7%，国内投机资金的总量能否满足日益庞大的市场资金需求？

2. 经济前景预期悲观

（1）GDP 增速自 2000 年第一季度的 9%开始减速，到 2001 年第二季度已经下降到 8.1%。上市公司盈利能力持续下降，全部 A 股净资产收益率从 1994 年的 16.69%下滑到 2000 年的 10.29%，总资产净利率从 8.55%下降到 4.14%。2001 年企业经营环境普遍恶化，2001 年预期利润严重下滑。

（2）国际股市 2000 年下半年至 2001 年上半年纷纷步入快速下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 股市作为权益类投资渠道的竞争力下降

（1）赌场论逐渐被接受，股市炒作主模式危机迹象明显。在股市服务于国企改革指导思想下，A 股市场接纳了很多烂企业。2001 年 1 月，吴敬琏发表“中国股市赌场论”。2000 年 12 月 25 日下午，庄家操纵的中科创业开始暴跌，一连 10 个跌停板。2001 年 4 月，证监会处罚亿安科技庄家：没收违法所得 4.49 亿元，另处罚款 4.49 亿元。

（2）2000 年 2 月，周小川上任证监会主席，12 月 4 日，周小川表示，证监会有决心妥善解决 A 股、B 股和国有股不流通两大历史遗留问题。1994 年被搁置的全流通问题再次提上议事日程。

（3）1994~2001 年 7 年间大牛市导致大量违规资金大量流入股市。

（4）1996~2001 年，我国私营企业的注册资金由 3752 亿元增加到 18212 亿元，年均增长 37%，远高于国家整体的固定资产投资增幅以及储蓄存款增长率。随着私营企业规模越来越大，在民间投资环境变好的情况下，其对股市资金的分流效应将越来越明显（2000 年底 A 股流通总市值为 1.56 万亿元）。

（二）2001 年 6 月时股市已积累的利多因素（压抑的弹簧）

（1）赚钱效应：1996 年 1 月 1 日至 2001 年 6 月 13 日，沪深股市 95%以上的股票取得正收益，50%以上的股票翻倍，翻两番以上的股票占股票总数的 20%，而同期一年定期存款利率仅为 2.25%，按照金融学的 72 倍率，要 32 年才能取得一倍的收益，股市积累了巨大的财富效应。

（2）1999 年以来，各省的柜台股市、STAQ 和 NET 均被抛弃，相关资金向沪深股市集中。

（3）经济长期发展趋势出现好转苗头：通货紧缩趋势在改善，2000 年实现转正。

（三）引爆因素

2001 年 6 月 13 日，国务院发布《减持国有股筹集社会保障资金管理办法》，股市开始下跌。2001 年 7 月 26 日，国有股减持在新股发行中正式开始时，股市暴跌。

二、2001 年 6 月 14 日至 2005 年 6 月 6 日的熊市开端综合分析

（1）从经济预期前景上看：虽然从亚洲金融危机以来的长期发展趋势出现好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转苗头，通货紧缩趋势在改善，2000 年实现转正。但中国 GDP 增速自 2000 年第一季度的 9%再次开始减速，到 2001 年第二季度已经下降到 8.1%。持续 1 年半的经济减速对投资者的经济前景预期产生影响，整体气氛以悲观为主。

（2）从股市作为权益类投资渠道竞争力方面看：虽然经过 5 年半的牛市，股市赚钱效应强大，但股市已经有巨大的涨幅，这削弱了投资者继续看好股市上涨的预期。关键的是，随着“赌场论”的升温、庄股投机模式受到空前质疑，国有股流通以不可承受之重压在投资者心头，这都使中国 A 股市场成为潜伏风险极大的投资渠道。

（3）从实际利率角度来看：2001 年 6 月 14 日，所有 A 股整体市盈率（整体法 TTM）为 68 倍，一年定期存款利率为 2.25%（理论上支撑 45 倍 PE），从长线投资价值来看，买股票不如存银行。

在这种情况下，股市维持在 2000 点以上的形势是非常脆弱的，整体向下一触即发。2001 年 6 月 13 日，国务院发布《减持国有股筹集社会保障资金管理办法》，潜在的巨大利空成为现实的概率大增，股市开始跌。2001 年 7 月 26 日，国有股减持在新股发行中正式开始时，投资者脆弱的神经绷断，股市开始暴跌。

那现在新的问题产生了，股市应该跌到什么幅度和什么时间呢？

正反两面研究已经告诉我们，股市开始暴跌形成趋势后，会吸引投资者的注意力在同一个方向上进行深入挖掘，也就是说，2001 年 6 月开始的这轮股市下跌，要对经济预期悲观、股市作为权益类投资渠道潜伏的风险，以及股市与实际利率相对应的真实投资价值不足这三方面的问题进行深入挖掘。直到与趋势相反的利多因素堆积到一定程度，从力量上能够持续大于上述所说的三大利空，从而能够克服熊市下跌的惯性，扭转股市运行的方向，股市的真正逆转才能到来。

三、2003 年 11 月 13 日至 2004 年 4 月 7 日的熊市反弹之正反两面因素储备

（一）2003 年 11 月时股市已积累的利空因素（堰塞湖）

1. 2001 年 6 月时股市已积累的利空因素及其变化

（1）相对于实际利率水平，2001 年 6 月股市整体市盈率水平缺乏竞争力。

（2）经济前景预期悲观（截至 2003 年 11 月，经济前景预期转变为乐观）。

（3）股市作为权益类投资渠道的竞争力下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 年 6 月至 2003 年 11 月，操纵徐工科技的周正毅、操纵百科药业的朱耀民、掏空啤酒花的艾克拉木、掏空株洲庆云和北大科技的洪友声等纷纷事发，中国股市的层层黑幕在缓缓拉开中，这使股市作为权益类投资渠道面临进一步的信任危机。

2. 截至 2003 年 11 月新增的利空因素

（1）亏损效应：2001 年 6 月至 2003 年 11 月，约 95%的股票下跌，60%的股票下跌幅度超过 50%，约 13%的股票下跌超过 70%，投资者损失惨重。

（2）全球利率可能上调，宽松货币政策时代将告结束（潜在的）。

（3）随着全球经济回暖，实业投资机会涌现，权益类投资中的直接投资等渠道收益率很高，竞争力强，吸引资金流出股市。

（二）2003 年 11 月时股市已积累的利多因素（压抑的弹簧）

1. 2001 年 6 月时股市已积累的利多因素

（1）赚钱效应：1996 年 1 月到 2001 年 6 月 13 日，沪深股市 95%以上的股票取得正收益，股市积累了巨大的财富效应。

（2）经济长期发展趋势出现好转苗头。

2. 2001 年 6 月至 2003 年 11 月股市新积累的利多因素

（1）世界经济进入繁荣阶段，经济发展前景预期乐观。

其一，中国 GDP 增速在 2001 年第三季度达到阶段性低点 8%，然后逐季上升至 2003 年第一季度的 10.80%，第二季度回落到 9.7%，第三季度回升到 10.10%，经济持续走好，未来预期乐观。

其二，上市公司经营状况好转，报喜现象增加（实际上 A 股整体 ROE 由 2002 年的 7.49%大幅提高至 2003 年的 12.92%，股市提前反应）。

其三，从国际上看，经济进入持续景气周期，2003 年 3 月，美国股市步入牛市，2003 年 5 月，H 股进入牛市（实际上 H 股大牛市一直持续到 2007 年 10 月）。

（2）相对于实际利率水平，股市投资价值提高。2003 年 11 月 13 日，所有 A 股整体市盈率（整体法 TTM）为 34.98 倍，一年定期存款利率为 1.98%（理论上支撑 50 倍 PE），而且随着通胀率由负转正，实际存款利率转为负，从长线投资价值来看，买股票胜过存银行。

（3）股市作为权益类投资渠道，潜在风险在逐渐缓解，资金来源在拓宽，渠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道竞争力有所提升。

其一，2003 年，资本市场推出一系列旨在“夯实市场基础、逐步恢复市场信心”的监管政策，市场得到明显净化。

其二，从 2002 年 1 月 29 日至 2003 年 11 月 13 日，汽车、钢铁、石化、电力和银行五板块整体涨幅为 64%、30.78%、12.11%、8.42%、-8.54%，产生强烈的局部赚钱效应。

其三，2003 年 5 月 27 日，首批 QFII 诞生，瑞银、野村获批。截至 2003 年底，QFII 已达 10 家，投资额度 18 亿美元。

3. 上涨过程中的新增利好

（1）2004 年 2 月 2 日，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国九条）出台，给予资本市场以极高的战略意义。

（2）尚福林 2003 年 12 月 18 日签署第 17 号证监会令，公布了《证券公司客户资产管理业务试行办法》，券商将可从事集合资产管理业务。券商集合理财 2004 年 2 月 1 日正式实施。

（3）QDII 预期的落空，有助于 H 股市场投机资金的回流内地股市。

（三）引爆因素

经济发展前景预期转好，众多政策利好推动股市反弹。

四、2003 年 11 月 13 日至 2004 年 4 月 7 日的熊市反弹综合分析

2003 年 11 月至 2004 年 4 月的熊市中最大的反弹不是单一因素的刺激，而是由众多股市利好堆积的结果。

（1）从经济前景预期方面上看，决定股市最重要的因素之一的经济前景预期已经非常明朗了，世界经济和中国经济都进入到一轮持续的增长阶段，企业效益提高，GDP 增速不断加速，企业业绩报喜不断，产业资本不断增持本公司股票，世界股市呈现普涨局面。

（2）2003 年 11 月 13 日，国内的一年定期存款利率仍为 1.98%，而且随着通胀率由负转正，实际存款利率为负，这在理论上支撑 50 倍以上的股市市盈率，而当时所有 A 股整体市盈率（整体法 TTM）不足 35 倍，从长线投资价值来看，买股票胜过存银行。

（3）从股市自身作为权益类投资渠道方面来看，各种整肃性的政策法规不断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出台，庄股炒作的市场环境得到一定程度的净化。国有股上市流通这个死结虽然短期内难以得到解决，但政府明确表示方案必须考虑流通股股东利益，这使市场中的紧张情绪有所减轻。

同时，2002~2003 年以来，汽车整车、钢铁、石化、电力和银行业五板块整体和个股涨幅巨大，产生了强烈的局部赚钱效应，活跃了市场气氛，吸引着场外资金入场。2003 年 5 月 27 日，首批 QFII 诞生，截至 2003 年底，QFII 已达 10 家，投资额度 18 亿美元。QDII 预期的落空有助于 H 股市场投机资金的回流。尚福林 2003 年 12 月 18 日签署第 17 号证监会令，券商集合理财 2004 年 2 月 1 日正式实施。2004 年 2 月 2 日，“国九条”正式出台，给予资本市场以极高的战略意义定位。

一系列利好政策的出台，加之经济基本面和企业效益的切实改善，使几乎所有证券专业机构一致看好后市，股市中累计的利好也因此被不断挖掘，推动股市上涨。

把视野拉高，2001 年 6 月开始的股市下跌，主要原因有三个：①经济预期悲观；②股市作为权益类投资渠道潜伏着风险；③股市与实际利率相对应的真实投资价值不足。2003 年底，第 1 个和第 3 个问题得到改善，但国有股流通和庄股炒作这两个重大股市风险尚未得到彻底解决，股市的上涨只能看作在股市巨大潜在风险尚未有效解决，从而股市长线为熊的大背景下，由于经济景气从而经济预期乐观以及股市潜在风险暂时缓解的情况下的反弹行情。

既然是基于经济前景预期乐观和股市潜在风险的暂时缓解，那么本轮行情的上涨也将会在这两个因素得到充分挖掘，因经济前景预期乐观程度的下降或者股市潜在风险再次体现时结束上涨趋势，这就是股市反弹的空间。

五、2004 年 4 月 7 日至 2005 年 6 月 6 日的股市暴跌之正反两面因素储备

（一）2004 年 4 月时股市已积累的利空因素（包括 2003 年 11 月股市已积累的尚有效的利空因素）

1. 银行利率有调高预期，民间利率水平高企

（1）截至 2004 年 4 月，居民消费物价指数已经上升到 103.80%，而一年期定期存款利率只有 1.98%，兼之中国经济过热，利率有上调的预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（2）2004 年 1 月 1 日起金融机构贷款利率浮动区间扩大，高息揽储再起，大量民间资金在正规金融系统体外循环，民间利率很高，达到两位数以上（固定收益类投资渠道竞争力上升）。

2. 经济前景预期逐渐转弱

（1）贷款规模和投资规模扩张难以遏制，政府宏观紧缩调控力度越来越强，投资者对周期性行业的盈利预期发生了逆转。

（2）上市公司利润增长预期减速（实际上 A 股整体 ROE 由 2004 年的 16.43%下跌到 2005 年的 12.66%，股市利润总额增速由 2003 年、2004 年的 36.37%、38.61%下降到 2005 年的 9.17%。股市会提前反应。）

（3）国际经济进入调整期，美国股市从 2004 年 1 月底，香港恒生指数从 2004 年 2 月底步入调整，世界股市普遍在 2004 年初步入调整期。

3. 股市作为权益类投资渠道的竞争力下降

（1）随着经济回暖，实业投资机会涌现，权益类投资中的直接投资等渠道收益率很高，其中出口型中小企业进入门槛低，利润丰厚，而且对于投资人来说风险可控性更好，这些投资渠道对资金的吸引力很强，吸引着资金大量流出股市。

（2）房地产销售额在 2004 年、2005 年出现量价齐升的局面，房屋销售规模在 2005 年达到了 1.8 万亿元，炒房团非常活跃，吸引大量资金流入房地产市场。

（3）赌场论逐渐被接受，股市炒作主模式岌岌可危。中科创业、亿安科技、周正毅、朱耀民、洪友声等纷纷事发，德隆庄股跳水、王小石被捕、国债大幅下跌、券商资产管理黑洞、投资咨询黑嘴等事件频出，中国股市的层层黑幕缓缓拉开，股市的公信力急剧下降。

（4）2000 年 2 月，周小川上任证监会主席，被搁置的全流通问题再次提上议事日程。

截至 2004 年 4 月时股市全流通问题的进展：国有股上市流通这个死结短期内还难以得到解决，但政府明确表示方案必须考虑流通股股东利益，市场担忧情绪减轻。

（5）亏损效应：2001 年 6 月 14 日至 2003 年 11 月 13 日，大量股票暴跌，投资者损失惨重。

（6）QDII 推出预热，对市盈率偏高的中国股市造成心理影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）2004 年 4 月时股市已积累的利多因素

1. 实际利率方面

（1）截至 2004 年 4 月，居民消费物价指数已经上升到 103.80%，而一年期定期存款利率只有 1.98%，银行存款出现较大幅度的负利率，促使资金离开银行寻找新的保值渠道。

（2）2004 年 4 月 7 日，A 股整体市盈率（整体法 TTM）为 39 倍，钢铁板块市盈率只有 12.92 倍，汽车、石油化工也只有 24.9 倍、23.83 倍，而一年定期存款利率为 1.98%（理论上支撑 50 倍 PE），从长线投资价值来看，买股票胜过存银行。

2. 股市作为权益类投资渠道的竞争力

（1）“国九条”的颁布、一系列加强监管和鼓励资金入市政策的出台使股市的吸引力逐渐提高。

（2）汽车、钢铁、石化、电力和银行五板块强烈的赚钱效应也增加了股市的吸引力。

（三）引爆因素

中国物价上涨加速，宏观调控力度加强；国际股市普遍进入调整期。

六、2004 年 4 月 7 日至 2005 年 6 月 6 日的股市暴跌分析

（一）经济前景预期方面

上面曾经分析过，既然 2003 年 11 月至 2004 年 4 月的反弹行情是基于经济前景预期乐观和股市潜在风险的暂时缓解，那么该轮行情的上涨也将会在这两个因素得到充分挖掘，因经济前景预期乐观程度的下降或者股市潜在风险再次体现时结束上涨趋势。

2004 年初，国际经济进入调整期，世界股市普遍进入调整。而中国经济则因贷款规模和投资规模扩张难以遏制，政府宏观紧缩调控力度越来越强，投资者对经济前景预期日趋谨慎。

（二）股市作为权益类投资渠道的竞争力方面

经过近三年的股市下跌，各种监管措施的颁布和加强，中国证券市场各种深层次的体制性问题进入集中暴露期，庄股的不断跳水、券商的不断倒闭使股市投资的社会形象日益恐怖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至此，2003 年 11 月至 2004 年 4 月这轮反弹的理由全部丧失，股市大趋势和市场逻辑恢复到 2001 年 6 月以来的下跌行情状态。而下跌趋势未来的拐点也恢复到上文所分析的“股市潜伏的巨大风险的解决和经济预期乐观”上，只有 2001 年以来股市下跌的核心问题得到解决，利多才能从力量上克服熊市下跌的惯性，扭转股市运行的方向。股市的真正逆转才能到来。

事实上，2001~2005 年，股市作为权益类投资渠道竞争力的下降不单单是因为股市运行机制方面众多问题的暴露导致投资者对其信心的丧失，在实际投资收益上，投资入股上市公司与直接投资或新上项目相比，在实际的利润水平也可能的确存在竞争劣势。

2004~2005 年共 8 个季度的 GDP 增速分别为 10.40%、10.90%、10.50%、10.10%、11.20%、11.00%、11.10%、11.30%。如果再考虑 2004 年第四季度开始的物价水平的持续滑落，则 2004~2005 年的经济形势不仅没有衰退，相反还是十分繁荣的，在此背景下，权益类投资的整体收益水平理应是较高的。但是实际上 A 股整体 ROE 由 2002 年的 7.49%、2003 年的 12.92%、2004 年的 16.43%下跌到 2005 年的 12.66%，股市利润总额增速由 2003 年、2004 年的 36.37%、38.61%下降到 2005 年的 9.17%。是否可以据此推测，在 2001~2005 年，直接投资或新上项目的利润增长超过了上市公司的利润增长？

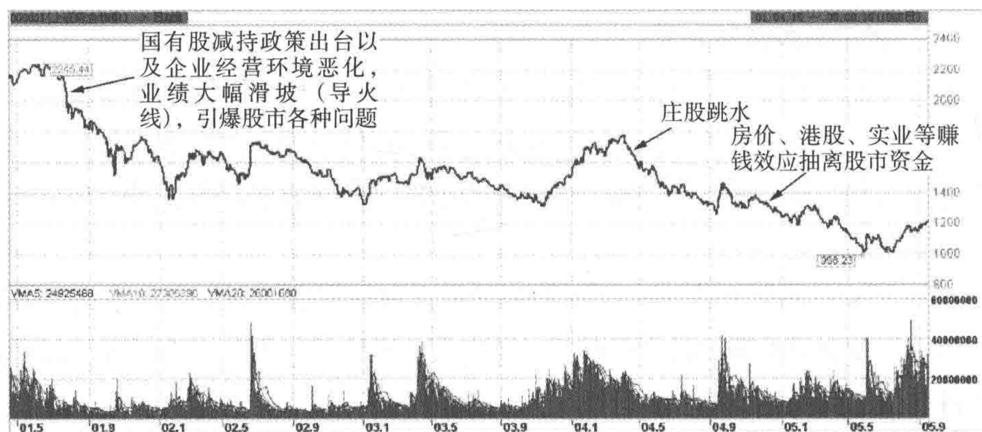


图 2-28 上证指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

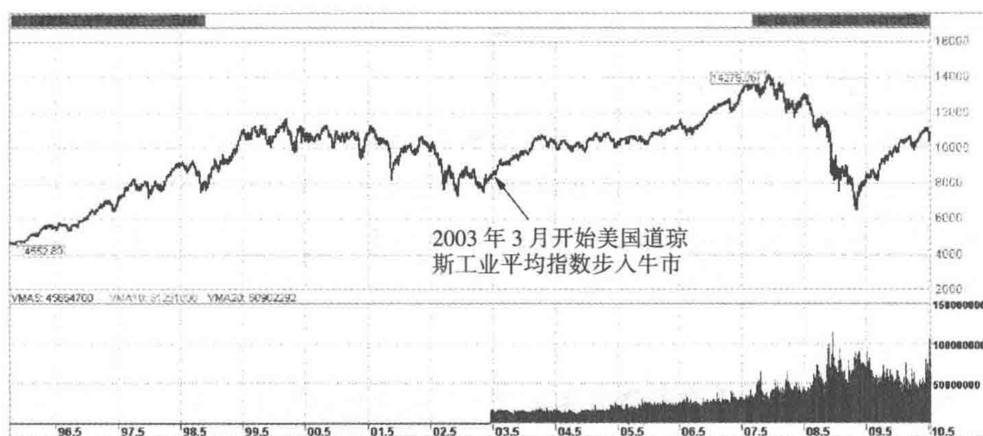


图 2-29 道琼斯工业平均指数

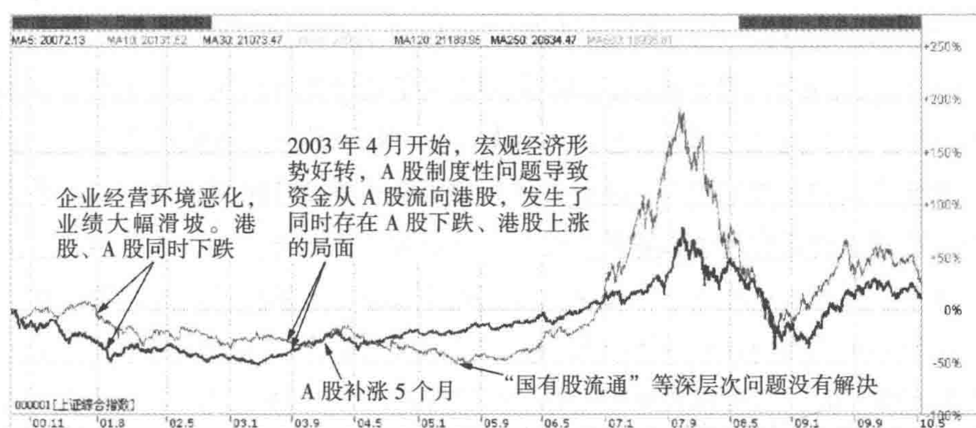


图 2-30 恒生指数

案例分析：

为什么身经百战的明星基金经理会出错

2004 年 4 月 24 日，全球著名的基金评价机构晨星资讯（深圳）有限公司在深圳颁发了晨星（中国）2003 年基金经理年度奖。博时价值增长基金、南方稳健成长基金、基金天元和基金科翔分别成为股票型基金、配置型基金、大规模封闭式基金和小规模封闭式基金的获奖者。作为晨星眼中最优秀基金 2003 年的掌舵人，肖华、李华、李旭利、肖坚 4 位基金经理发表了对当前股市的看法。

南方稳健成长 2003 年基金经理李华认为，证券市场进入风险、收益相对均衡的区域，股票市场与宏观经济的相关度将越来越高。所以，2003 年市场的主旋律就是宏观经济的过热与调控。如果宏观经济可以良性着陆，相信股票市场也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会随之向好；如果经济过热的情况始终得不到有效控制，那么，越来越严厉的调控措施难免会影响股票市场。

基金天元2003年基金经理李旭利也表达了他对市场的担心。他认为，指数向下调整的空间虽然有限，但调整的时间可能延长。不过，出现像2002年下半年那样的调整走势概率相对偏低。他指出，市场更多的将是运行平衡市。这与博时价值增长2003年基金经理肖华的观点类似，他也认为，未来市场较长一段时间内将处于无趋势状态。

基金科翔2003年基金经理肖坚认为，政策支持、资金充裕、业绩增长三方面的利好决定了这一轮行情应是牛市的开始。市场已经形成新的上升趋势，此次调整仅是上升主趋势中的次级调整，而且从短期来看，这种调整的空间相当有限。

2004年4月以后的股市走势大家都已知道，股指在2004年4月7日见顶1783点后，一路下跌到998点，280个交易日累计跌幅达到43%，实际的结果出乎所有明星基金经理的预料，股市大盘走出了一轮持续一年多的暴跌行情。

为什么我们上文采用正反两面利多利空因素储备的分析框架可以很容易看清大盘的走势，而投资经验丰富的大牌基金经理却有所偏差？从上文各位基金经理的见解中，我们可以看到一个普遍现象，无论是看多看淡还是看平衡市，基金经理的依据都是现有的宏观经济状况、现有的政策、现有的资金面，加上对未来的一些判断和推论，投资结论据此形成了。这导致了投资注意力过于关注现有和未来因素，而忽视了正在发挥重大影响力的过往因素，过多重视水面上的小鱼，而忽视了水面下的大鱼。

而我们的正反两面利多利空因素储备的分析框架，则通过抓住问题的重点，将股市大盘相关的最重要因素都简明地组织罗列出来。数年甚至是十年以来的重大因素，只要是其作用仍在发挥之中，就将出现在我们的分析框架和视野之中，这就使我们能够摆脱时间的远近限制，摆脱人在注意力分配方面的先天缺陷，选择和关注对市场作用和冲击更大的因素，看清大盘的主流趋势。

以2004年4月开始的这轮暴跌行情来说，2001年开始的熊市的主因依然存在。首先，股市黑幕层层揭开，市场净化的政策使股市潜伏风险链式引爆，股市原有秩序和公信力受到极大怀疑；其次，出口经济的繁荣，使上市公司之外的实业投资领域的投资回报和投资机会十分诱人，资金涌入实业投资和房地产投资领域。截至2004年4月，这两个股市下跌的主因不仅没有结束，而且有愈演愈烈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之势。在这个熊市背景的基础上，基金经理所关注的宏观经济走势能影响到的都只是股市大跌基础上的中级波动，在股市制度性风险和上市公司外实业投资高回报继续存在的情况下，股市整体将继续向下。

第七节 大类资产竞争力调研分析

从上面分析可以看出，各大类资产对资金的竞争力、社会财富的配置方向和资金流向是决定股市大盘走势的决定性因素。那如何能够对此有更为准确的判断呢？

比较容易获取的是统计数据。M1/M2 的存量和增量、GDP 同比增长率、PMI 指数、企业家信心指数、利率水平（包括民间利率波动）、物价指数、股市整体和行业市盈率等各种统计都可以用来判断各大类资产的竞争力。

但是，对于预判各大类资产的竞争力，宏观统计数据则显得相对比较滞后。相比较而言，深入了解和分析居民及企业的“投资心理”、“理财心理”对于判断未来资金流向更具有前瞻性，是最好的努力方向。

为获取这方面的信息，有以下两种简便易行的方法可供参考：

（1）沟通调研。为企业提供投融资顾问服务的中介机构员工掌握着大量和详细的企业投资需求信息，而为居民提供理财规划的公司员工则掌握着一手的居民理财投资意向，春江水暖鸭先知，经常和这类人员沟通交流，对于判断企业和居民的资金流向，以及判断在企业和居民的投资评级体系中哪类资产将更有吸引力等都大有裨益。在这方面，千万不要吝惜电话费和车油费。

（2）有关“投资者心理”方面案头资料的广泛搜集，整理分析，调研求证。如果是通过互联网的搜索引擎搜集资料，多用一些关键词检索和组合检索搜索引擎上的最新信息，会有意想不到的收获。以下关键词或关键词组合仅供大家参考：

内容方面搜索使用关键词：

民间资金、投资机会、储蓄、卖基金、基金销售、产业基金、直接投资、PE、创业投资、销售基金、A 股开户、家庭理财、企业资金、实业投资、民间投资环境、投资渠道、投向资本市场、流入股市、承担风险能力、赚钱效应、控制风险、资金的注意力、资金流向、资金退出、基金申购赎回、民间利率等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋势方面搜索使用关键词：

××+越来越、成为时尚、日益、××+化、兴起、正在（成为）、持续、变得（普遍）、出现、上升、上涨、（正在）增长、（正在）增加、已经开始、现在成了、不断、已经、表现出来、发生变化、改变着等。

大类资产竞争力调研分析案例。

一、2001年6月至2005年6月的四年熊市的支持性资料

老百姓储蓄的刚性需求：

储蓄资金愿意进入资本市场吗？

http：//www.stockstar.com，2002年6月12日，证券之星

首先，制约储蓄资金流入股市的首要因素是上市公司质量差、投资吸引力不高。

其次，中国股市从诞生以来就非常缺乏诚信。

而作为居民储蓄的资金其承担风险的能力较差。我国存款虽有近8万亿元之巨，平摊到13亿人身上，人均不到7000元。相当部分存款会被用于家庭对未来生存的保障，所以安全是首选。随着国家政策改革力度的加大，居民的生活压力越来越大，特别是企业推行改制后，企业倒闭破产增多，造成一部分人员下岗失业，人们的收益得不到保障。再加上推行货币化购房、自费医疗、子女上学、就业等都需要大宗支出。因此人们的存钱防老、存钱备用的思想意识增强。为控制未来不确定风险，存款仍是百姓的头等大事。当然，时下股市缺乏赚钱效应也是重要原因。

民间投资贡献率在不断加大

http：//finance.sina.com.cn，2002年11月13日，08：35，《上海证券报》网络版

国内民间投资在全社会投资中的份额呈不断上升趋势，尤其是股份制经济的投资活力最为强劲，比重上升幅度最大。

东、中、西三大地区民间投资增长势头迅猛，中、西部民间投资的增幅与所占比重的上升势头已明显高于东部地区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 由于国内民间投资增长势头逐步加强，全社会投资增长对政府直接投资的依赖程度在降低。

分析：上述两条常见的新闻，随手可得，但内容中却透露着决定股市命运的重要信息——股市投资在吸引社会资金方面竞争力不足。

第一条信息，文中内容显示，中国股市中上市公司质量不高、缺乏诚信已经逐渐成为投资者的共识，这种已经形成群体思维的认识必将在较长的时间里影响着投资者的投资决策，同时也预示着股市要长远发展，脱胎换骨的制度改革已经是迫在眉睫了。另外，虽然 2001 年初的 A 股流通市值仅有 1 万多亿元，相对于 8 万亿元之巨的居民储蓄，似乎有一种一触即发的感觉，但是文中内容证实了居民储蓄存款的刚性，除非有较好的赚钱效应，较低的波动风险，否则 8 万亿元储蓄流入股市的动力是不足的。

第二条信息，民间投资贡献率不断加大，反映出民间资金在实业投资领域利润回报丰厚、投入渠道顺畅，而这种状况和趋势不会像股市中涨涨跌跌的波动一样在短期内消失，实业投资领域的投资机会肯定将在未来几年内继续发挥着其吸纳民间资金的作用。

二、2004 年 4 月股市再次下跌的支持性资料

> 《中国证券报》2004 年 5 月 14 日 10：24 记者 易非 杭州报道
>
> 在杭州火车站，记者碰见从宁波余姚来进货的张先生。他退休以后，与人合伙开了一家小型饲料加工厂。“效益还可以吧！每年有个 30%的回报。但不算最好的。我们那里号称是中国塑胶城，在那里做塑胶生意，收益会更高。”这样的例子，几乎随处可见。“浙江的民营经济很发达，很多人喜欢做实业，因为做实业投资的收益比较高，而且风险也可以自己控制。”南方基金上海分公司总经理杨继东告诉记者。
>
> 提及浙江的投资，不能不提让人爱恨交织的“温州炒房团”。很多炒楼人其实也是工薪阶层，亲朋好友把钱聚在一起，然后全国各地去扫楼，据称利润可观，早期收益高达 50%~100%。在宁波等地，楼市投资也很红火，新楼盘一推出来即被抢光。“排队也买不到房。”张先生告诉记者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在杭州及周边地区，除了热衷于证券投资之外，期货、外汇也能找到大批的拥趸。“这里投资期货、外汇的风气比深圳还浓。”来自深圳的一位基金销售人员深有感触。

文化投资也是这里的投资热点，邮市、币市一直都很兴旺，而字画市场近几年逐渐发热。“周六、周日的字画拍卖市场很热闹，很多企业家开始在这方面投资。现在主要是关注20世纪八九十年代成名但已故去的画家、书法家的字画。如果前年收藏这一类字画，现在已经翻了一倍。”一位杭州收藏爱好者介绍说。

地下钱庄的高利率困扰着每一位基金销售人员。“在浙江很多地方，地下钱庄生存得很隐秘，但影响比较大。把钱存到那里，可获8%~15%的收益，现在8%似乎成了这里很多投资者的心理底线，无论投资什么，他都要用这个来衡量一下。”

分析：这条信息的时间是2004年5月14日，也就是说在A股市场在经过一波强劲反弹后回落了近1/3涨幅后有企稳迹象之际，正是决定股市大方向的关键时间点。文中内容朴实无华，但是却从投资者切身感受的角度对比了股市投资和民间拆借、文化投资、房地产投资、实业投资等各类投资项目的收益率。不需要高深的专业知识，如此简朴的内容，已经可以让我们对股市大方向形成自己的一个清晰判断。

三、2005年启动的超级大牛市先兆性资料

2004年下半年，民间资金实业投资出现问题：

长三角富余投资资金开始大量地涌入珠三角地区……

http：//finance.sina.com.cn，2004年12月24日，19：44，《亚太经济时报》

分析：从2004年下半年开始，持续旺盛了3年多的民间投资开始出现问题，制造业产能过剩加剧，实业投资领域开始国进民退，民间投资环境恶化，在GDP依然高水平增长，经济预期前景乐观的状况下，资金开始寻找新的投资渠道，股市逐渐成为投资者关注的目标。这为2005~2007年的中国股市大牛市奠定了坚实的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

投资机会（类型）

第一节 基本知识

一、上市公司发展之路

一般来说，上市公司成长之路可以简单概括为：抓住机会—形成壁垒—遇到机遇—高速发展。因此，从公司发展的角度来理解，站在价值投资的角度，股市中的投资机会可以概括为以下几种：

（一）外部机会型

（1）机会出现了，你能做而别人不能做（壁垒型，在行业机会即将确认的时刻买入）。

（2）大家都在做，但方式不同，事后形势发展证明你的方式是对的（行业竞争战略正确，在行业洗牌形势逐渐明朗时买入）。

（3）大家都能做，但你做了而别人没有做，事后形势发展证明你做对了（抓住了机会，在行业形势逐渐明朗时买入）。

（4）长线成长机会：企业长期成长的关键是能否在抓住发展机会后形成自己的竞争优势和壁垒。否则企业的成就仅仅是时来运转，昙花一现而已，企业价值也将随着先发优势的削弱而消失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）企业内因——核心能力型

在外部环境没有改变的情况下，一种核心能力正在形成和自然扩张，如苏宁电器、贵州茅台、东方雨虹等。

二、股票的价值

作为职业投资者，任何时候都要牢记在心的两个公式：

（一）企业利润=销售单价×销售量-（固定成本总额+单位变动成本×销售量）

很多读者会感到奇怪，这么初级的企业利润计算方法为什么本书要一再强调？其实，牢记并且随时运用利润计算方式是价值投资的主要标志，从中长期的角度看，企业利润是股票价值的根基，而企业利润及其长期增长预期的波动也是企业股价波动的最根本原因。大家都在说做股票要高抛低吸，也只有高抛低吸才能投资获利。但是多少算是高？多少算是低？这中间需要一个对企业价值的衡量，只有对企业价值中枢做到心中有数，才能真正从容应对股价波动，高抛低吸。如果对上市公司的实际价值没有一个基本的把握，企图通过看盘从技术面去感觉股价的高低，最终只能是把所谓的高抛低吸演化为追涨杀跌。

（二）巴菲特利用现金流折现法计算上市公司价值

上市公司公允值=高成长阶段自由现金流的贴现值+稳定成长阶段自由现金流的贴现值-债务

为了方便使用并更清楚地理解时间因素的重要性，我们暂时以净利润代替自由现金流并将上述公司简化和展开为：

公司价值=第1年净利润/(1+折现率)+第2年净利润/(1+折现率)^{2}+第3年净利润/(1+折现率)^{3}+第4年净利润/(1+折现率)^{4}+第5年净利润/(1+折现率)^{5}+第6年净利润/(1+折现率)^{6}+……

从展开的公式我们可以得到很多启发，巴菲特之所以能够取得高人一等的投资收益，在于他在把握公司实际价值的过程中，非常重视时间的因素。比如，当某种利好因素出现使原本明年才能实现的利润提前到今年实现时，公司价值就将增加；反之亦然。

关于这点，我们在后面将有详细叙述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、行业竞争格局

行业竞争格局及其演变趋势（而不是所谓的科技含量）是决定企业利润水平的关键因素。

我们用 CR4 作为衡量市场集中度的指标，它代表市场份额在行业前 4 位企业的市场份额之和。按照行业竞争格局，市场可以分为四类：

（1）完全竞争市场：市场份额极度分散，CR4<5%。

（2）垄断竞争市场：现实中大多行业处于垄断竞争的市场结构，5%≤CR4<50%。

（3）寡头垄断市场：整个市场被少数几家企业所垄断，CR4≥50%。

（4）完全垄断。

对于完全竞争和垄断竞争行业类上市公司，一看行业洗牌，二看能否抓住扩张时机。寡头垄断和完全垄断行业类上市公司，一看行业景气，二看企业对行业发展趋势的判断和把握。

四、投资机会

基于价值投资的投资机会就是基于企业利润预期变化的投资机会，通俗地来说分为三类：一类是行业型机会，也就是说行业整体蛋糕变大；一类是行业洗牌，即蛋糕的分配比例变化；一类是企业内生性的投资机会，如核心竞争优势的发扬光大、技术突破、管理和营销改进等。

另外，如果市场的注意力持续性地向目标行业和公司高度集中，也将带来相应公司估值的大幅提高，这种机会可以列为第四类，称为关注度提高。

我们关注到的第五类投资机会，属于事件驱动型的，分为事件前后套利型和事件后续影响型两种，最有效果的机会是偶然大事件后续影响带来的高概率事件前后套利型投资机会。

第六类投资机会是“相对价值套利型”。当某类股票上涨或下跌以后，由于群体中不同个股股价变动在时间上的不一致性，使得相关股票出现相对低估或高估的情形，从而提供新的盈利机会，这种投资机会称为相对价值套利型。

不同的投资者会从不同的角度挖掘投资机会，当然不会仅仅局限于这六种，但这六种投资机会的覆盖面已经很宽广，术业有专攻，做精做深是最重要的，任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何人都不要指望把市场上的投资机会都抓住，那样很可能会适得其反。

第二节 行业型投资机会（业绩驱动型之一）

行业型投资机会分为以下三种：

（1）高扩张抓住行业景气。

（2）高壁垒遇到行业景气。

（3）议价能力变化造就行业机会。

行业型投资机会主要来源于行业市场超预期增长或者行业供应低于预期。对于完全竞争和垄断竞争行业中的企业来说，投资机会往往表现为产能扩张赶上了行业机遇。也就是说，市场出现了竞争对手（或潜在）预料之外的高增长，而相关上市公司把握住了这个机会。

行业型投资机会的分析要领如下：

第一步：行业需求超预期增长；

第二步：市场成长速度超过竞争对手成长速度的程度。

竞争对手成长速度影响因素：

（1）市场成长速度的预期。

（2）行业进入周期（包括产能形成周期和市场开拓周期）。

较大的行业型投资机会产生在“行业进入周期”较长的行业领域。投资机会的参考基准周期为该行业的“行业进入周期”与“行业景气期”中较短的那个周期。

一、高扩张抓住行业景气

（一）2004 年的港口行业投资机会

2001 年 11 月中国加入 WTO，2003 年世界经济复苏，中国外贸得以迅速增长，港口业在 2003 年货物吞吐量大幅增长，出现明显的泊位供给不足，虽然沿海大型集装箱泊位建设项目大量涌出，但由于泊位建设周期较长，从项目规划到投产需要 5 年左右时间，因此，外贸的迅速发展给港口业带来商机，港口类上市公司存在行业性机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从个股来看，当时的港口类上市公司有上港集箱（现上港集团）、盐田港、赤湾港和天津港。行业属于垄断竞争阶段。上港集箱的新增业务能力已经在2003年释放，价格也于2003年提高，2004年公司大股东处于改制进程中。盐田港三期工程由集团公司与和记黄埔合建，看不到有注入上市公司的迹象。天津港则是立足长远对港口进行着大规模的改造调整，集团注意力根本不在通过资产注入提高上市公司业绩方面。唯有赤湾港从2001年开始吞吐能力一直处于高速扩张中，最有条件抓住港口行业的发展机遇，深赤湾当然成为了最佳的目标公司。事实证明，深赤湾2004年营业总收入在2003年增长41.85%的基础上再度增长48%，2004年净利润增长70%，股价也逆势上涨，全年涨幅近75%，在港口类上市公司年度涨幅中名列第一。

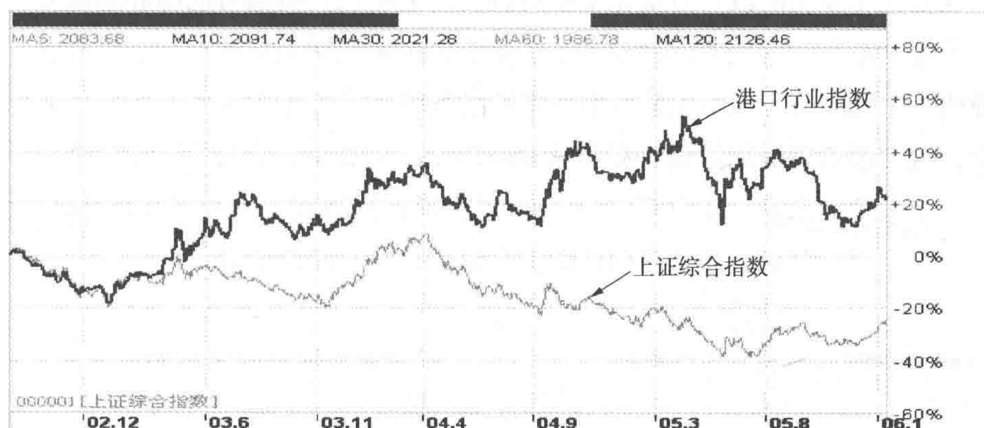


图 3-1 港口行业

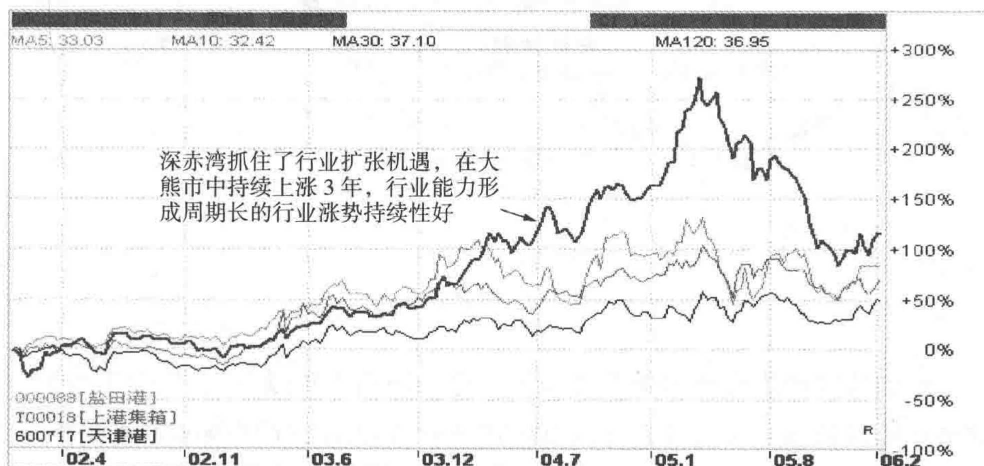


图 3-2 2002~2006年初4只港口股走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）2002~2003 年钢铁行业投资机会

1993~2000 年，钢铁行业持续了长达 7 年的低迷，2000 年和 2001 年上半年钢铁价格各有一次冲高，但很快再次下跌，2001 年底进入新的低点区域。长年积弱使钢铁产能投资动力受到压制。

根据“入世”的承诺，我国钢铁产品的进口关税将由 2001 年的算术平均值 9%左右下调到 6.53%，关税的大幅降低将导致国内钢材市场价格进一步下降。更为严重的是，我国钢铁产品关税减让幅度最大的主要是高附加值钢材和消费量最大的钢材品种，这将进一步影响我国钢铁工业结构调整进程和优势企业（尤其是上市公司）的经济效益。这使股市中的钢铁行业前景悲观，估值较低。

然而，从 2002 年第二季度开始，随着世界经济开始复苏，中国经济也进入新一轮重化工业化阶段，对重化工业的投资高速增长，引起对能源和基础原材料的需求超常增长。钢铁需求出现爆发式增长，企业利润大幅增加。不仅如此，众多业内人士和经济专家对钢铁行业的本轮景气给予了长达 20~30 年的长周期乐观判断，这使股市中的钢铁板块在业绩驱动之外，又增加了乐观的估值驱动。

从个股角度来看，在 2002~2003 年的钢铁行业投资机会中，股价涨幅最大的不是宝钢、不是鞍钢，而是前期产能扩张幅度最大的韶钢松山。

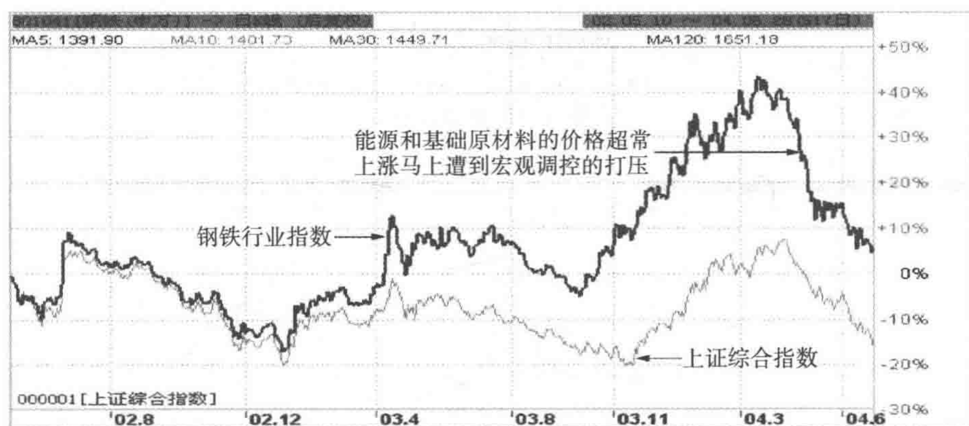


图 3–3　钢铁行业

虽然钢铁业产能形成周期为 2~3 年（建设周期 1 年以内），但由于政策对能源和基础原料价格的普遍性上涨的高度敏感性很快诱发了强硬的宏观调控措施，使本次钢铁行业投资机会在 1 年左右时间后被暂时中止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

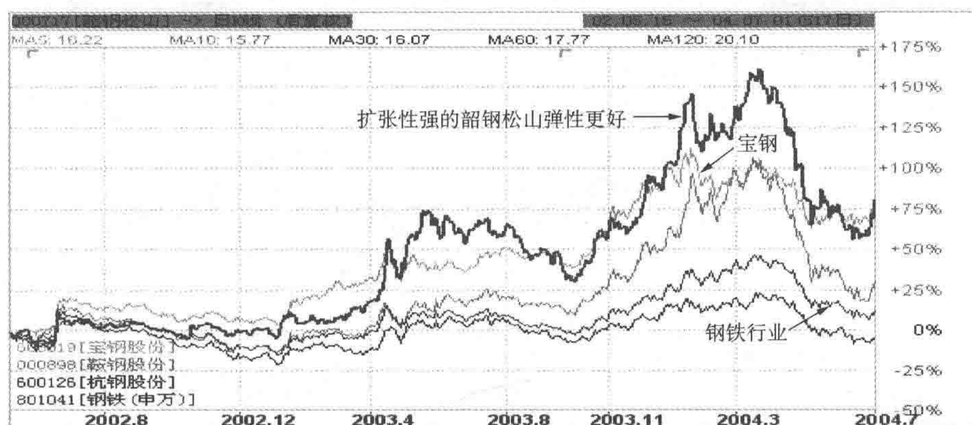


图 3-4 韶钢松山

（三）2005~2007 年金融行业投资机会

2005 年开始，中国 GDP 构成中的投资比例和消费比例都出现下降趋势，净出口比例和经常贸易顺差开始飙升，这预示着中国居民手中的闲钱迅速增加，流动性过剩出现。资金从实体经济大规模流向虚拟经济，带动了金融行业的繁荣。

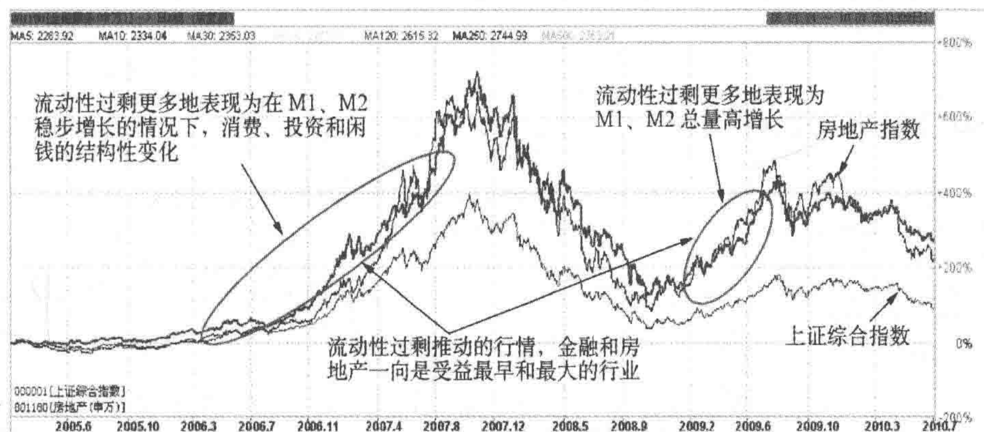


图 3-5 金融服务

注：白线为申万金融服务行业指数，黄线为上证综合指数，紫线为申万房地产行业指数。

中信证券在 2002 年底发行上市，在证券行业最萧条的年份，不仅募集了 17.6 亿元宝贵的资金，而且打通了资本市场融资通道，使公司得以在行业低迷时期大举扩张。作为前期扩张性最强的证券公司，中信证券在 2005~2007 年的证券行业高潮到来时有机会取得最大的收益。2005~2007 年，中信证券股价大涨 10 倍，名列金融行业之首，而金融服务行业整体涨幅为 603%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 3-6 中信证券

（四）2015~2016 年锂电上游材料的投资机会

六氟磷酸锂是锂电池的上游核心材料，由于国内企业实现六氟磷酸锂技术突破导致产能供过于求，产品价格连续六年下降，从 2010 年的 33 万元/吨以上到 2014 年的最低点含税 8~8.5 万元/吨，产品毛利率也随之下降，日韩企业的部分生产线已经停产。2015 年以来，随着新能源汽车的持续高速增长，六氟磷酸锂迎来景气周期。

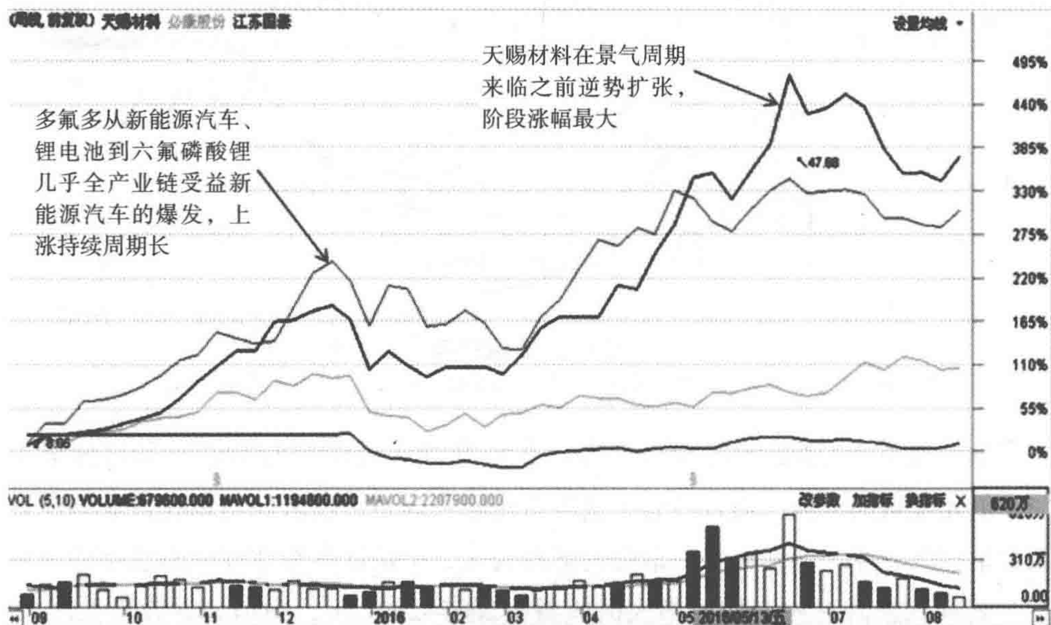


图 3-7 天赐材料

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2014 年，天赐材料在 IPO 后再增发，继续加码锂电池材料产业链：公司 9 月 30 日公告拟以不低于 32.4 元/ 股的价格发行不超过 818 万股，募集资金不超过 2.65 亿元，以不超过 2 亿元用于收购东莞市凯欣电池材料有限公司 100%的股权，以 4900 万元投资建设 6000t/a 液体六氟磷酸锂项目。

六氟磷酸锂是锂电池的关键材料，其质量严重影响着锂电池的性能，相对于其他生产商，天赐材料的前瞻性扩张，不仅缩短了 1.5~2 年的产能建设周期，积极的市场扩张还促进了质量的不断改善、性价比的不断提升，这将进一步拉大与其他厂商的距离。

二、高壁垒遇到行业景气

（一）垄断行业的行业性机遇之理论研究

凡是行业景气，第一关注点是行业需求成长速度，第二关注点是行业供给增长速度。而对于寡头垄断和完全垄断的行业来说，行业景气对上市公司的影响还取决于：

（1）产品的需求刚性，产品需求刚性越大，受益越大。

（2）行业壁垒越高，受益越大。行业壁垒的高低，可以从几个方面来看，只有几个巨头能做的行业肯定比几个大巨头与一批小公司共存的行业壁垒要高。另外，搜索那些进入该行业而最终失败退出的案例有助于我们理解该行业的壁垒。例如，研究美的集团投入巨资进军客车领域而最终败退的案例，就可以感知貌似低门槛的客车行业之无形的高行业壁垒。

（3）寡头之间的合谋程度越高，受益越大。既然是寡头垄断，就存在企业博弈，这时，寡头之间的合作程度对企业利润的影响就显得至关重要了。而寡头之间的合谋程度很大程度上取决于产品生产和消费、行业门槛等方面的特性，生产刚性非常大（如玻纤行业——一旦点火不能停下）或产品难储存的行业（如维生素 A 等）寡头之间的竞争性倾向越大，合谋的难度越高。同为寡头垄断，啤酒业进入门槛不高，合谋效果不好（合谋带来的高价容易给新进入者造成可乘之机）。电信业进入壁垒极高，可以合谋。退出门槛低的不容易合谋，退出门槛高的有强烈的动力来寻找合谋。

垄断竞争—寡头垄断—垄断竞争—寡头垄断，这个过程会经过几次反复，每次反复都会使行业的进入壁垒更高，使行业的合谋程度更默契。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）对于个股的筛选方面，需要有研究各寡头公司基于自身竞争战略、核心优势、经营思路而对行业机会的把握能力。

寡头垄断竞争是非常有潜力的竞争形态，厂商之间的博弈策略会造成行业景气度的大幅起落，带来利润极为丰厚的投资机会，后面会讲到的维生素行业、网宿科技所在的 CDN、星湖科技所在的呈味核苷酸等都是这方面的案例。对二级市场运行规律的认识和长期从业所积累沉淀下来的商业分析能力是在股市实实在在长期稳健获利的两大根基，华尔街所流传的“40 岁前没有价值投资”的说法确实有一定的道理。

（二）辩证看待垄断行业的超额利润——部分垄断行业点评

● 玻纤行业：主导市场份额的池窑型生产厂家供应极为刚性，“一旦点火之后就不能停工，连续运行 7~8 年直至熔窑烧坏。”因供应极为刚性，所以短期内很难合谋，但长期必须走向垄断或合谋，否则会因过于激烈的竞争导致整个行业生存环境恶化。劣质产能进入门槛很低，屡禁不止，扰乱市场秩序，需要强有力的行政法律手段遏制。或者等待能源价格大幅上升后使行业市场化门槛得以提高，使中小规模的劣质产能生存难度加大。

● 啤酒行业：进入门槛很低，靠渠道壁垒，成本很高。产品同质化严重，相关公司难以获得稳定的超额利润。

● 电信行业：市场份额尚不稳定，争取市场份额仍是第一要务，价格合谋时机远未成熟所以垄断地位意义不大，兼之产品严重同质化，没有公司独立的超额利润源。边际生产成本极低，导致产品供应刚性。价格再低，市场愿意提供的量都不会下降太多。

（三）高壁垒行业遇到行业景气之投资案例

1. 高壁垒的寡头垄断行业，遇到长景气周期时涨幅极为壮观——盐湖钾肥

盐湖钾肥自 1997 年上市以来，从 1997~2008 年，公司营业收入和净利润实现连续 11 年的增长。营业收入自 1997 年的 1.61 亿元增长到 2008 年的 40.69 亿元，11 年复合增长率为 34.13%；净利润从 1997 年的 4659 万元增长到 2008 年的 25.51 亿元，11 年复合增长率 43.89%。销售毛利率从 1997 年的 38.7%增加到 2008 年的 77%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

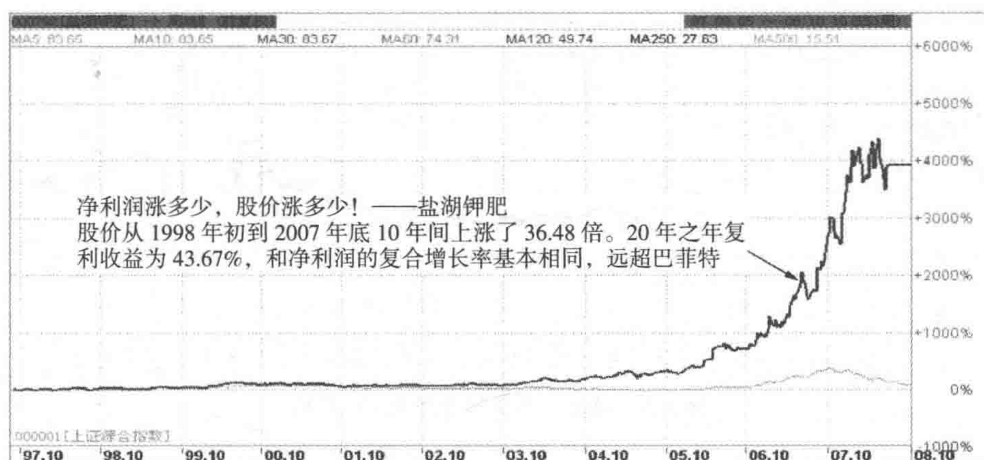


图 3-8 盐湖钾肥

2. 特变电工奇迹

公司具备优良的管理能力、整合能力、资本运作能力和民营机制。“十一五”期间，公司以充足的准备迎来了行业长景气周期。

主导产品是变压器和电线电缆：2000~2004 年变压器在销售收入中占 45%左右，电线电缆占 55%，2005~2009 年变压器占 60%左右，电线电缆占 25%左右。

公司销售收入从 1994 年的 3000 万元一路增长到 2009 年的 147.54 亿元，15 年增长 492 倍，年均复合增长率 51.17%，公司净利润从 1994 年的 552 万元增长到 2009 年的 15.79 亿元，15 年增长 286 倍，年均复合增长率为 45.8%。

没有资源优势的特变电工持续成长，从年复合增长率上已超过了具有垄断资源优势的盐湖钾肥。

但期间，盐湖钾肥募集资金较少，1999 年通过配股募集资金 1.46 亿元，2002 年通过增发募集资金 4.27 亿元。特变电工，1998 年配股募集 1.4 亿元，2000 年配股募集 2.84 亿元，2004 年配股募集 3.2 亿元，2008 年增发 15.6 亿元。

特变电工的股价从 1998 年初到 2009 年底 12 年上涨了 27.96 倍，股价年均复合增长率为 32.38%。其中，1998 年初到 2005 年 6 月底这 7 年半时间股价仅上涨 35.78%，2005 年 7 月 1 日到 2009 年底三年半时间里上涨了 20.33 倍。

盐湖钾肥从 1998 年初到 2009 年底 12 年上涨了 27.65 倍，股价年均复合增长率为 32.26%。其中 1998 年初到 2005 年 6 月底 7 年半时间股价仅上涨 286.89%，2005 年 7 月 1 日到 2009 年底这三年半时间里上涨了 640.55%。

两者相比，盐湖钾肥股价上涨比较均匀，而特变电工有厚积薄发的意味。农

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

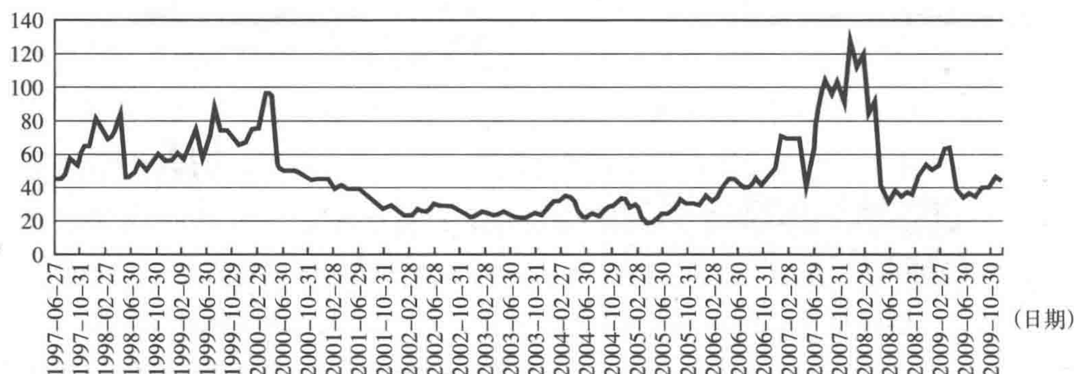


图 3-9　特变电工股票市盈率 PE 走势

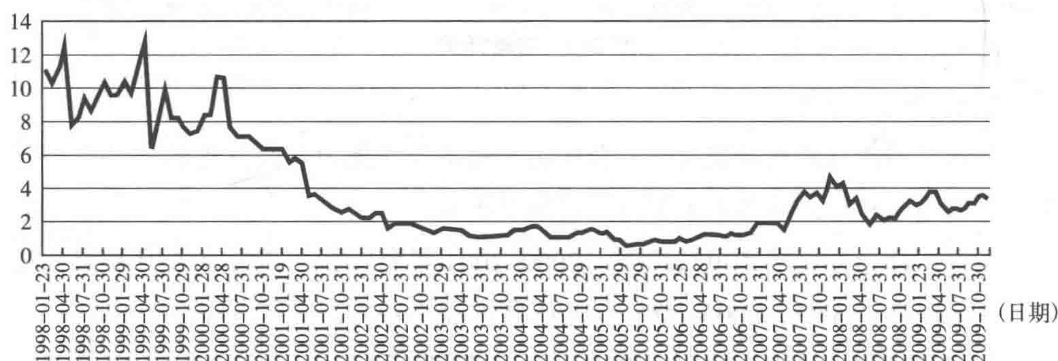


图 3-10　特变电工股票市销率 PS 走势

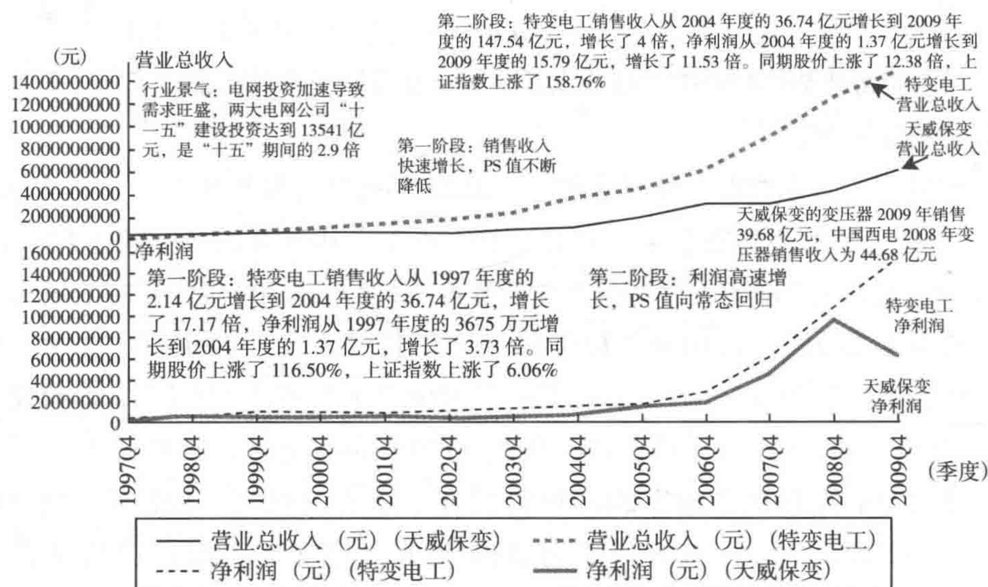


图 3-11　特变电工营收情况

资料来源：Wind 资讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

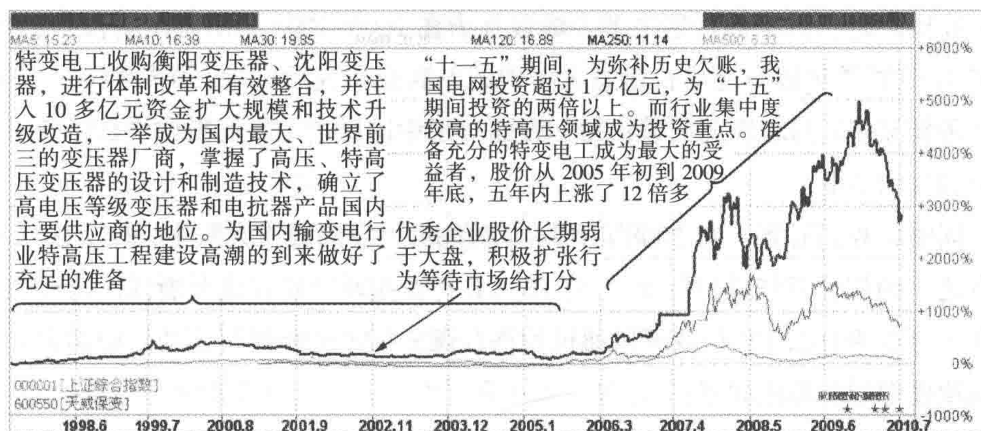


图 3-12 特变电工

资行业的防御属性和电网设备的周期特性决定了两只股票的长周期股性。

3. 高壁垒的寡头垄断行业，遇到长景气周期时涨幅极为壮观——烟台万华

背景：MDI 国内市场高成长（2001~2006 年之 5 年复合增长率高达 23.4%+进口替代高速进行）。MDI 国际市场：MDI 属于高成长的化工原料，年均增速达到 8%。

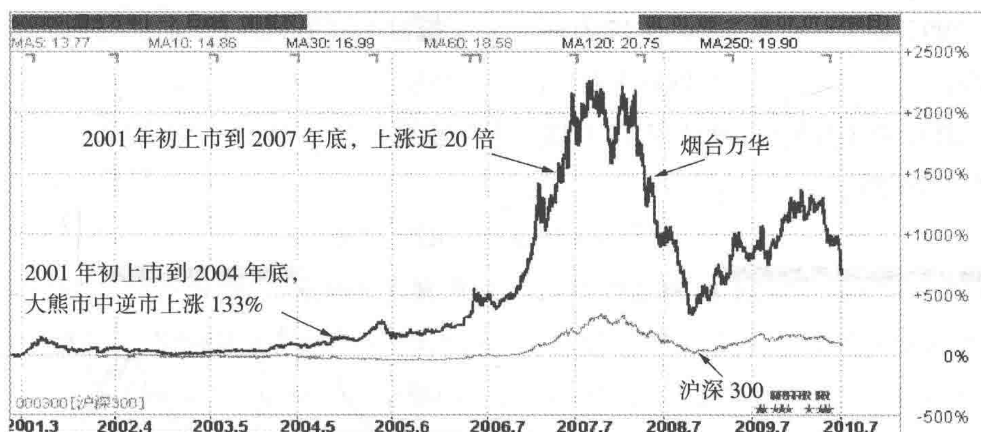


图 3-13 烟台万华

烟台万华（600309）所在的市场仍是竞争型的，但是行业壁垒很高，主导产品 MDI 的生产技术在全世界都没有人出售，因此进入该行业非常困难，这使产能增长局限在现有的几家国际巨头的扩产，从而在行业需求爆发性增长的同时，行业供应增长相对理性，使烟台万华受益很大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在国际跨国巨头的竞争之下，烟台万华在2006~2007年出口高增长，2001~2007年整整7年超高速增长是怎么实现的？我们研究后发现，国际巨头一方面产品种类较多，难免顾此失彼；另一方面对于中国国内的市场需求增长，敏感程度不如国内企业。

同时，我们看到，在2008年国际金融危机引发的股市大跌中，作为MDI垄断者之一的烟台万华跌幅巨大。而同期VE行业垄断者新和成及浙江医药却逆市大涨。那么为什么VE行业可以通过价格合谋来抵抗经济周期波动，而烟台万华的周期性偏强？原因如下：

（1）MDI产品下游需求弹性较大，下游需求弹性大的垄断行业，价格上涨后销量很快会下来，因此垄断所能带来的利益有限，价格合谋的动力不足，行业利润增长更多依靠下游需求增长，因而对周期的防御能力有限。

（2）烟台万华下游需求成长速度很快而且未来预期的成长仍然较高，各垄断寡头仍有市场份额争夺动力，市场格局尚不稳定。

相比之下，VE的下游饲料行业规模长期稳定，既缺乏高成长的预期，也难有强烈的周期波动。在这种局面下，垄断者易于建立长期稳定默契的合作关系。

4. 高壁垒的寡头垄断行业，遇到长景气周期时涨幅极为壮观——福耀玻璃

1995年1月初到2000年12月底，上证指数上涨了220%，福耀玻璃上涨了465%；

2001年1月初到2004年12月底，上证指数下跌了38.9%，但同期福耀玻璃上涨了10.9%；

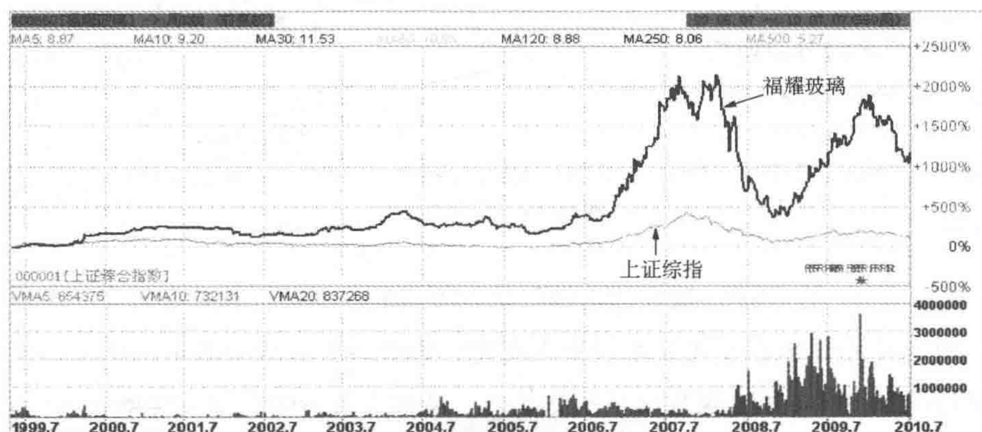


图3-14 福耀玻璃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005 年 1 月初到 2007 年 12 月底，上证指数上涨了 315%，福耀玻璃上涨了 493%，涨幅比较接近；

2008 年 1 月初到 2009 年 12 月底，上证指数下跌了 37.7%，福耀玻璃仅下跌了 8.1%；

从 1995 年 1 月初到 2009 年 12 月底，上证指数上涨了 4 倍，福耀玻璃上涨了 33 倍。主要表现为熊市抗跌。

背景：①国际市场稳定增长：进入 21 世纪，全球汽车行业已经进入成熟期，每年的增速基本稳定在 2%~3%，汽车玻璃年均增速也基本保持与此相当的速度。②国内汽车市场高成长：2000~2009 年，中国的汽车产销年均复合增长率高达惊人的 20%以上。福耀玻璃公司产品在 2001 年前以北美出口为主，后转为以国内销售和亚太出口为主。

行业特征：基于汽车玻璃半手工、半自动化的特性，汽车玻璃是劳动相对密集型的产业。

无形的行业门槛极高：①该行业规模效益非常明显，中小规模企业几乎全线亏损；②下游客户大型化要求供应商大型化；③汽车玻璃价格仅占整车的 1%，整车厂商更关注汽车玻璃的质量及安全性，对汽车玻璃价格相对不敏感，低价抢占市场策略难以实行（市场化门槛）。

上述三条使汽车玻璃行业壁垒高筑，新厂商很难进入。

背景资料：

垄断市场，享受长景气周期

相比几个主要竞争对手信义玻璃（2005 年销售收入 10 亿元左右）、耀皮玻璃（2005 年汽车玻璃销售收入 3.1 亿元）、南玻（2005 年汽车玻璃销售收入 1.8 亿元）、秦皇岛海燕（2005 年销售收入 2 亿~3 亿元）、上海圣戈班（2005 年销售收入 1 亿~2 亿元），福耀 2006 年汽车玻璃的销售收入达到 29 亿元，规模远大于竞争对手，同时设备成本低，产品开发能力强，并拥有相对完善的物流运输系统。据了解，除信义玻璃外，绝大部分竞争对手均处于微利或基本不赚钱的状态。信义玻璃则以配件维修市场为主，较之 OEM 市场属于利润率较低的业务。

福耀玻璃以汽车玻璃为主，汽车玻璃销售额 2005 年为 21.5 亿元，2006 年为 28.9 亿元；产品销售的总体毛利率 2005 年为 37.6%，2006 年为 36.57%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



南玻的汽车玻璃毛利率2005年为11.57%，销售额为1.8亿元；2006年毛利率为18.82%，销售额为2亿元。相比之下，南玻公司产品销售的总体毛利率2005年为32.13%，2006年为32.15%。汽车玻璃业务成为了拖累南玻公司利润的包袱，2007年，南玻把汽车玻璃业务整体卖给了信义公司。

耀皮玻璃的两个汽车玻璃子公司（上海耀皮汽车玻璃公司和上海耀皮康桥汽车玻璃公司）2005年总体亏损1000万元；2006年总体盈利1156万元。

尽管国内汽车价格持续下跌，但福耀汽车玻璃毛利率并未受到影响。其原因在于，中国汽车玻璃行业市场相对集中，福耀玻璃的国内市场占有率超过50%，而汽车行业过于分散，因此公司相对拥有更强的砍价能力，在定价过程中拥有较强的话语权；另外，汽车玻璃作为重要的安全配件，其价格仅占整车价格的1%左右，从整车厂商的角度看，他们更关注汽车玻璃的质量及安全性，因此他们对汽车玻璃价格相对不敏感，从而使公司能够享有相对稳定的高利润率（规模带来的物流和成本以及议价能力方面的优势）。

据了解，汽车玻璃企业销售100万件产品跟10万件的利润率悬殊极大，甚至是从不赚钱到赚钱的飞跃。

三、议价能力变化造就行业机会

产业链中各环节议价能力的变化最终将造成总利润在各环节分配比例的变化，议价能力提高的行业将有行业型投资机会。议价能力变化造就的行业型投资机会不是表现为产业链整体利润的增加，而是表现为利润在产业链不同环节中的转移。

参考资料：

（1）供应商的议价能力。供方主要通过其提高价格与降低单位价值质量的能力，来影响行业中现有企业的盈利能力与产品竞争力。供方力量的强弱主要取决于他们所提供给买主的是什么投入要素，当供方所提供的投入要素其价值构成了买主产品总成本的较大比例、对买主产品生产过程非常重要或者严重影响买主产品的质量时，供方对于买主的潜在讨价还价力量就大大增强。一般来说，满足如下条件的供方集团会具有比较强大的讨价还价力量：

1）供方行业被一些具有比较稳固市场地位而不受市场激烈竞争困扰的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所控制，其产品的买主很多，以至于每一单个买主都不可能成为供方的重要客户。

2）供方各企业的产品各具有一定特色，以至于买主难以转换或转换成本太高，或者很难找到可与供方企业产品相竞争的替代品。

3）供方能够方便地实行前向联合或一体化，而买主难以进行后向联合或一体化。

（2）购买者的议价能力。购买者主要通过其压价与要求提供较高的产品或服务质量的能力，来影响行业中现有企业的盈利能力。一般来说，满足如下条件的购买者可能具有较强的讨价还价力量：

1）购买者的总数较少，而每个购买者的购买量较大，占了卖方销售量的很大比例。

2）卖方行业由大量相对来说规模较小的企业所组成。

3）购买者所购买的基本上是一种标准化产品，同时向多个卖主购买产品在经济上也完全可行。

4）购买者有能力实现后向一体化，而卖主不可能前向一体化。

（一）煤炭业（产业链中某个环节行业集中度变化导致议价能力变化也能带来价值链利润分配的变化）

近年来，煤炭行业从集中度过低走向集中度有所提高，加之石油涨价带动国际煤价上涨从而进口动力减弱的影响，致使煤炭行业对下游议价能力提高，在发电和钢铁的产业链中，利润向上游煤炭开采转移，使煤炭行业股价出现强势特征。

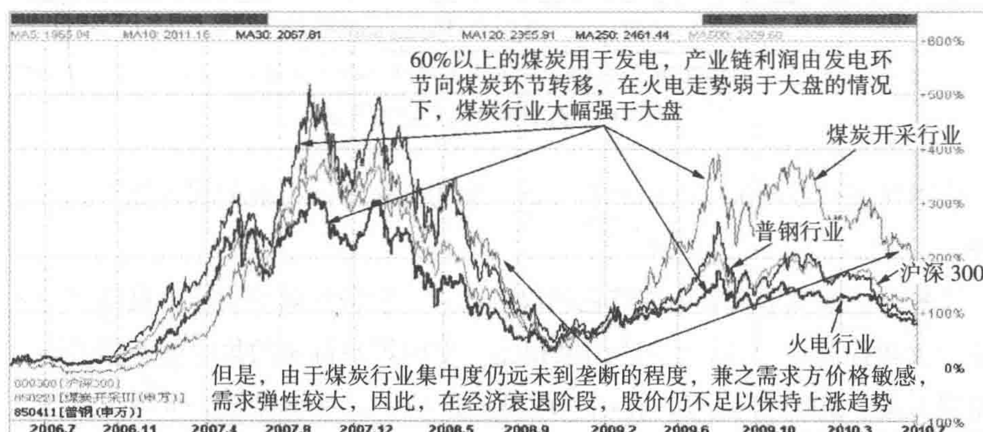


图 3-15 火电行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如图 3-16 和图 3-17 所示，2008 年在钢铁和火电盈利能力大幅滑坡的情况下，煤炭行业整体盈利能力大幅提高。2009 年煤炭行业在销售收入仅增长 4.191%的情况下，依然保持了净资产收益率为 17.69%的高盈利能力（注：煤价在 2008 年上半年大涨，下半年大跌，跌回年初水平）。

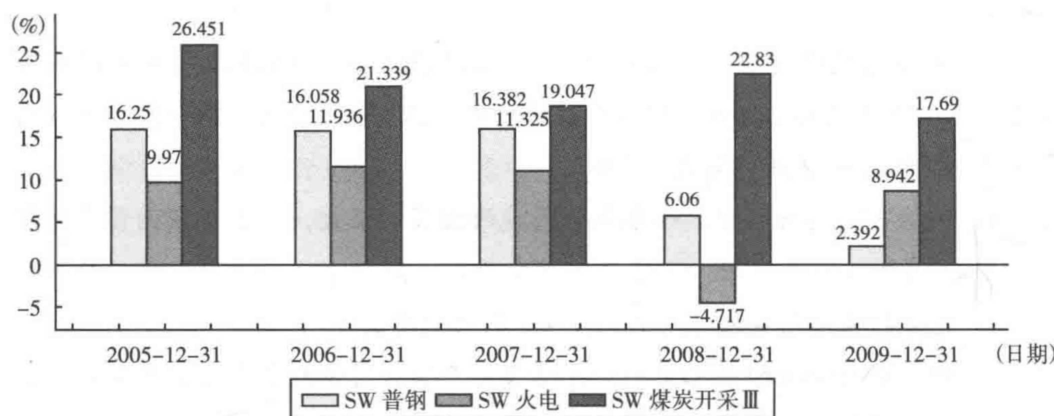


图 3-16　煤炭与下游行业盈利能力之 ROE

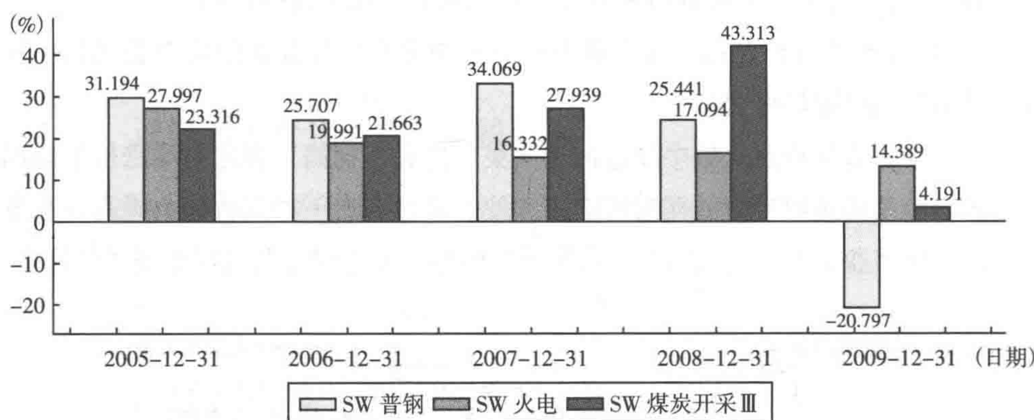


图 3-17　营业总收入同比增长率

中国煤炭行业的集中度仍然非常低，那为什么煤炭行业的议价能力会如此之高呢？

煤炭行业形成了具有中国特色的议价能力（阶段性煤炭供应方高度集中，议价能力大幅提高）：与欧美发达国家相比，中国煤炭行业的集中度不仅不高，而且是很低的。2003 年以来，在国家政策的推动下，乡镇煤矿产量增速放缓，煤炭供应重心向国有重点煤矿转移。而且，随着经济的高速发展，很多原产煤大省煤炭增速小于下游增速，可供全国性跨省供应的数量日益减少。在市场供应主体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向政府易于调控的国有煤矿集中和各产煤大省煤炭盈余日益不足的情况下，一旦出现全国性煤炭供应紧张，各个省份发挥行政影响力，均实行优先保证省内用煤，限制煤炭出省的政策，由此导致省际煤炭贸易的真正供应方非常集中于西部个别省份的国有重点煤矿，在经济高峰和煤炭供应紧张阶段出现了阶段性的煤炭供应方高度集中的形势，从而导致煤炭价格加速上涨。

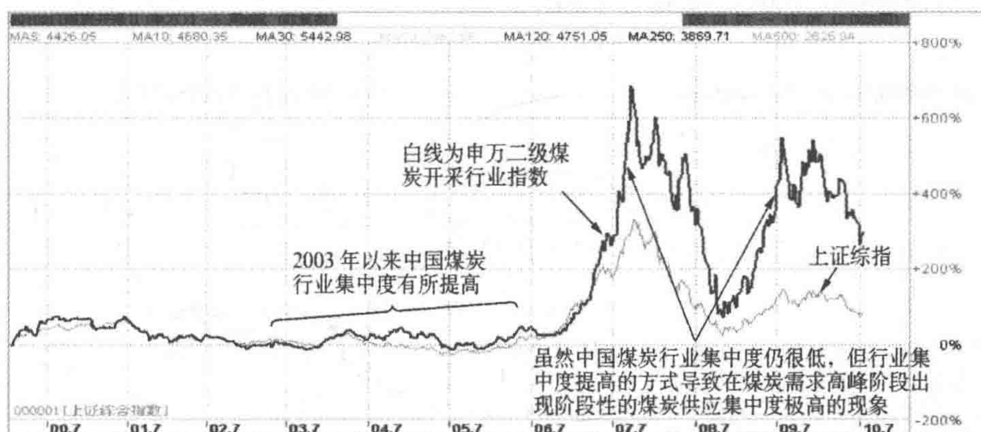


图 3-18 煤炭行业集中度提高研究

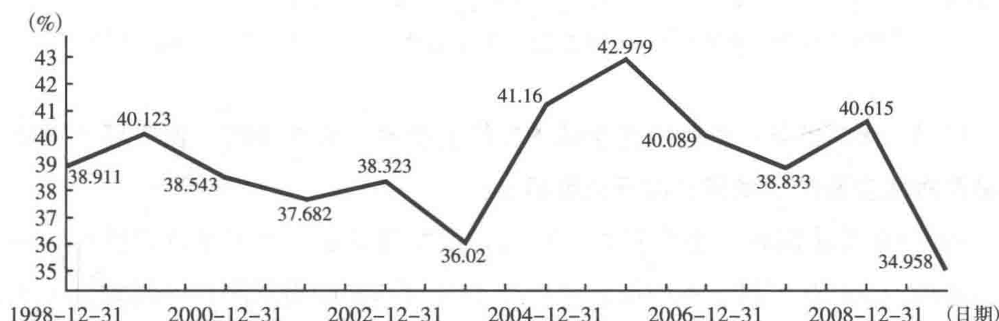


图 3-19 煤炭行业销售毛利率（整体法）

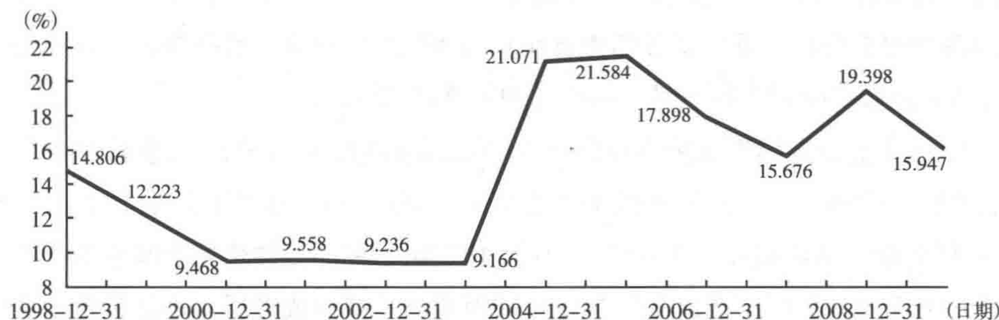


图 3-20 煤炭行业净资产收益率（整体法）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）家电连锁业（规模扩张+产业链本环节集中度提高至寡头垄断的程度）

家电连锁业的行业型投资机会来自于家电零售终端的寡头化速度要远大于家电制造业的寡头化速度。2004~2006 年是家电连锁商业公司集中度提高最快的两年，家电产业链之利润由家电制造商向连锁商业寡头转移。2004 年 8 月至 2006 年 12 月，苏宁电器上涨了 10.39 倍，沪深 300 指数上涨了 87.48%，而同期家用电器行业指数仅上涨了 14.56%（见图 3-21）。

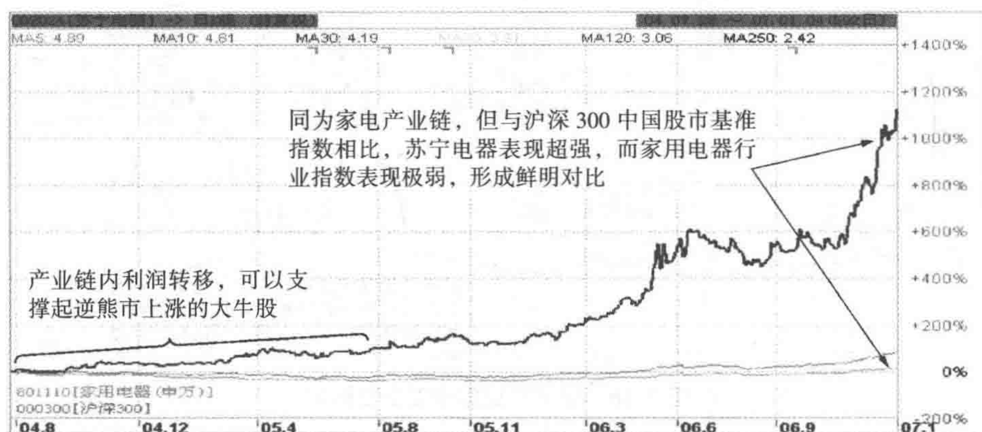


图 3-21 苏宁电器

（三）2007 年下半年起步的全球 VE 行业机会（需求稳定，供应环节集中度提高至寡头垄断的程度带来的行业性机会）

VE 行业需求刚性、壁垒极高、寡头合谋默契稳定：由于全球饲料行业的规模稳定以及 VE 在饲料成本中仅占 0.3%，决定了 VE 的需求刚性。同时，由于日趋严格的环保（每年环保费用至少几千万元）、巨大的初始投资（一条 1 万吨生产线需要投资 10 亿~20 亿元）、高度复杂的生产技术（20 多步化学反应）以及稳定的垄断寡头合作关系（世界四大寡头）使 VE 生产的进入壁垒极高。这本身决定了 VE 制造商受益于行业景气的程度和可靠性非常之高。

1998 年底，国际石油价格在跌至 10 美元见底后，一路震荡上涨至 2006 年 7 月的 78 美元/桶，在经过阶段性调整之后，于 2007 年 1 月再度开始上涨，从 50 美元/桶起步，迅猛飙升至 2008 年 7 月初 147 美元/桶。石油价格上涨造成维生素生产成本上升，国际医药巨头因为成本等因素逐步减少或者退出小品种维生素的生产，这使 VE 的供应商更加集中。在下游需求刚性的局面下，供应结构的变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导致了行业议价能力的提高，随着 2007 年下半年石油价格的突飞猛进，VE 涨价成为必然。

但是，不同的垄断寡头在面对行业机会时的把握能力也是有很大差异的，中国 VE 主要生产商为新和成（002001）与浙江医药（600216），两者合计占有世界市场的 40%左右。但是，从 2007 年下半年 VE 开始涨价时的状况来看，浙江医药由于在 2007 年 VE 行业景气到来之际仍然对 VE 市场判断较为悲观导致签订长单较多，直到 2008 年上半年公司仍有较大规模上年签订的长单尚未执行完，这显著拉低了公司产品出售价格，致使公司受益 VE 行业景气的程度大打折扣。从财务指标上可以看到，在 2007 年中报时，新和成与浙江医药的销售净利率都在 1%以下，处于微利状态，但到 2008 年中报之时，新和成的销售毛利率从 15%上升到了 63.52%，销售净利率上升到 41.48%；而浙江医药的销售毛利率从 12.4%上升到 42.66%，销售净利率上升到 20.49%，与新和成的差距拉大了 20 多个百分点。2008 年中报浙江医药净利润同比增长 11.15 倍，新和成则同比增长 13.25 倍，两者股价涨幅更是相差非常大（见图 3-22），2007 年 9 月 1 日至 2008 年 6 月 1 日，新和成上涨了近 4 倍，而浙江医药仅上涨了 2 倍。



图 3-22 新和成与浙江医药在 2007 年 9 月 1 日至 2008 年 6 月 1 日的走势

（四）对行业集中度提高和议价能力增强带来利润转移的经济学解读

在完全竞争的市场中，企业面对的需求曲线如图 3-24 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

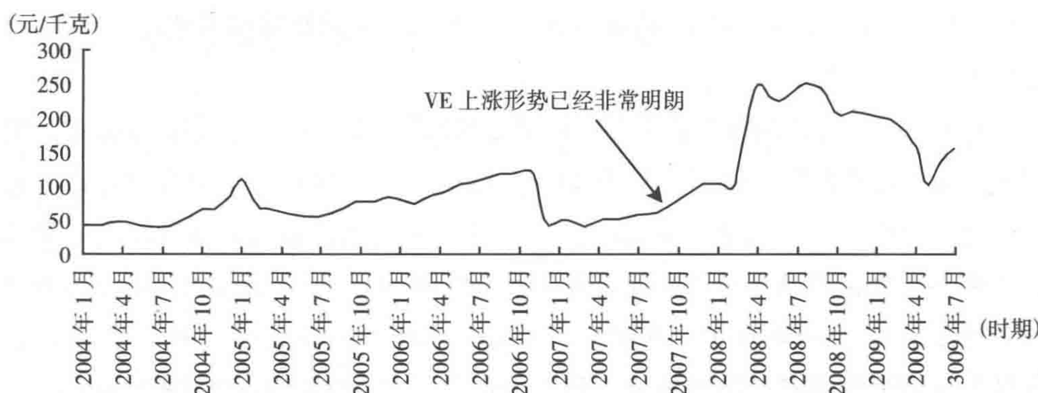


图 3-23 VE 涨势

资料来源：健康网、博雅和讯、国都证券研究所。

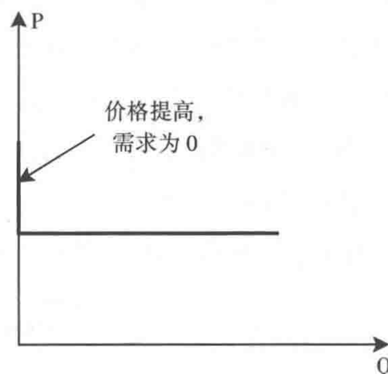


图 3-24 需求曲线（一）

但实际上，绝大多数行业，每个企业的产品都多多少少是有一定的差异化的，这种差异化可以表现为性能、质量、使用经验甚至购买的便利性等很多方面。这种情况下，企业面对的需求曲线如图 3-25 所示。

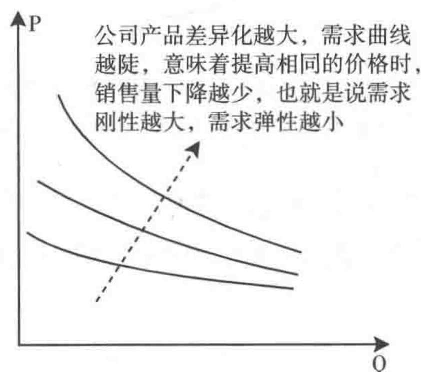


图 3-25 需求曲线（二）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就自己产品的差异化特征，每个企业都是垄断企业，图 3–26 和图 3–27 为垄断企业的供给曲线和产量价格决策图。

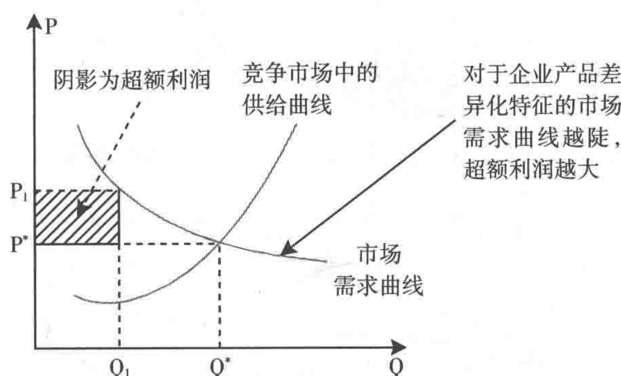


图 3–26 供给曲线（一）

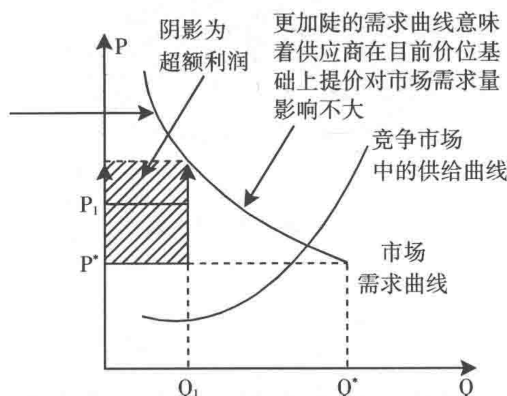


图 3–27 供给曲线（二）

合谋的价值体现在使一种产品或者说产品的一种差异化特征从竞争市场的供给曲线向垄断市场的供给决策移动的倾向。图 3–28 所示是合谋使产品价格产生由 P^* 向 P_1 上升的倾向，当然，其效果会逊色于完全的垄断，最终市场价格会停留在 P^* 和 P_1 之间。

如图 3–29 所示，A 圈代表行业产品同质化的部分，B 圈代表 B 公司产品的特性，其中 B 圈和 A 圈交叉的部分代表 B 公司产品特性中和行业产品同质化的部分，C 圈和 A 圈交叉的部分代表 C 公司产品特性中和行业产品同质化的部分，B 圈和 C 圈交叉的部分代表 B 公司产品和 C 公司产品同质化的部分。

综上所述，任何企业的产品都有差异化，区别只是这种差异化的程度，在同等条件下，差异化越大，产品越难以被替代，需求弹性越小，提价带来的销售量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

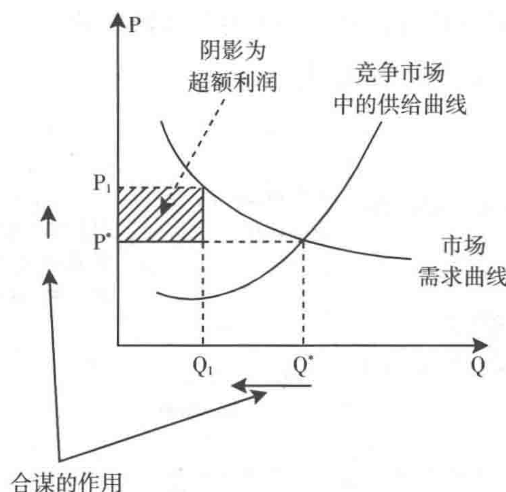


图 3-28 供给曲线（三）

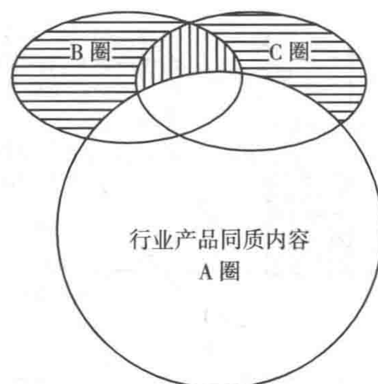


图 3-29 集中度提高、议价能力增强、产品的差异化程度和需求弹性

减少越小。

当行业集中度提高，B 公司和 A 公司合并成为一家公司后，在过去 B 公司产品的差异化部分（B 圈横条纹阴影部分）和 C 公司的差异化部分（C 圈横条纹阴影部分）保留的情况下，两家公司产品原来同质化竞争的部分（竖条纹阴影部分）竞争消失，表现为对行业产品整体的差异化，新公司差异化程度大于原来 B 公司和 C 公司之和。

这就是公司合并之后，议价能力提高的经济学根源。

可以看出，竖条纹阴影部分越大，合并的效益就越大，也就是说两家企业在行业中独特的竞争优势重合度越大，合并的效益越大。

但是，我们研究的目的不是为了从理论上搞清，而是为了指导实际投资行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为。上述论述的实战指导价值为：

（1）可以这样理解，每一种差异化特征都有自己的需求曲线，当需求曲线刚性的一种差异化特征由竞争性供应转为垄断性供应时（如在B公司和C公司合并或者其中一家消失时上图中的竖条纹阴影部分），该差异化特征需求刚性越强，所带来的超额利润越大。因此，竞争越直接的两家公司合并所产生的效益越大。在一个集中度较低的行业逐渐走向集中时，我们不仅要看行业集中度提高的幅度，还要看行业集中度提高的方式。

（2）从下游需求的角度来分析，随着行业集中度的提高，下游需求刚性越大，行业企业受益越大；下游需求弹性越大，行业企业受益越小。因此，当我们发现一个行业或细分行业逐渐走向集中和垄断的时候，如要判断相关企业受益的程度、量级，就要分析下游需求的价格弹性。

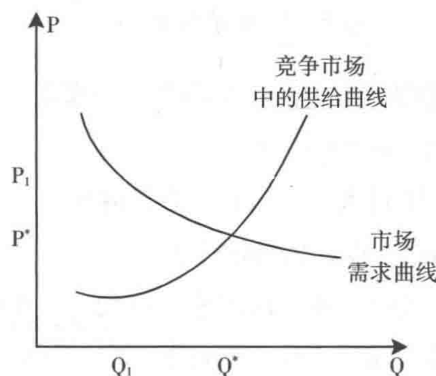


图 3–30　供给曲线（四）

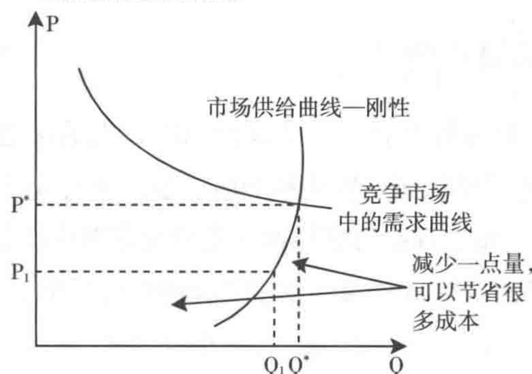


图 3–31　供给曲线（五）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）差异化是行业中单个公司之独立的超额利润源，差异化程度越大，该超额利润可发挥的空间就越大，公司也就越有价值。

如果需求方集中度提高或者价格合谋，针对不同的供应曲线；反过来，道理是一样的。

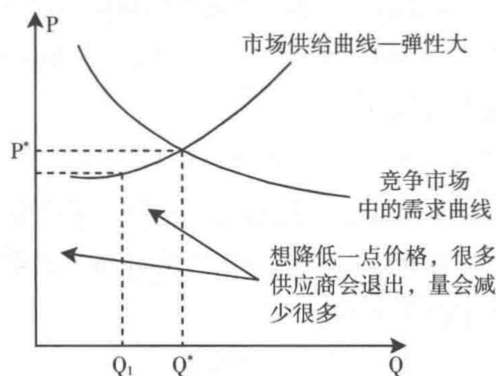


图 3-32　供给曲线（六）

图 3-30 至图 3-32 说明了产业链一个环节集中度提高，只有面对供应刚性的上游供应商时，价值才大。

那么，什么行业供应刚性大？什么行业供应弹性大？

（1）目前有超额利润的行业，供应刚性大。

（2）前期投入成本巨大的行业，退出成本巨大，宁可通过对外融资、改进管理、提高技术等方式继续支撑和生存，该行业供应刚性就大。

（3）存在其他使企业难以压缩供应量，或者压缩供应量不经济的因素，该类行业供应刚性大。

（4）反之，则供应弹性大。

四、伪行业型投资机会

自 1995 年以来，软件行业收入一直保持 20%以上的增速，2000~2005 年行业进入高速发展期，年度增长率一度达到 60%，但由于行业发展初期，优势企业的品牌形象尚未建立，加之行业门槛很低，竞争异常激烈，从 2001 年开始，行业利润率反而下滑，2004~2005 年甚至出现行业整体性亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

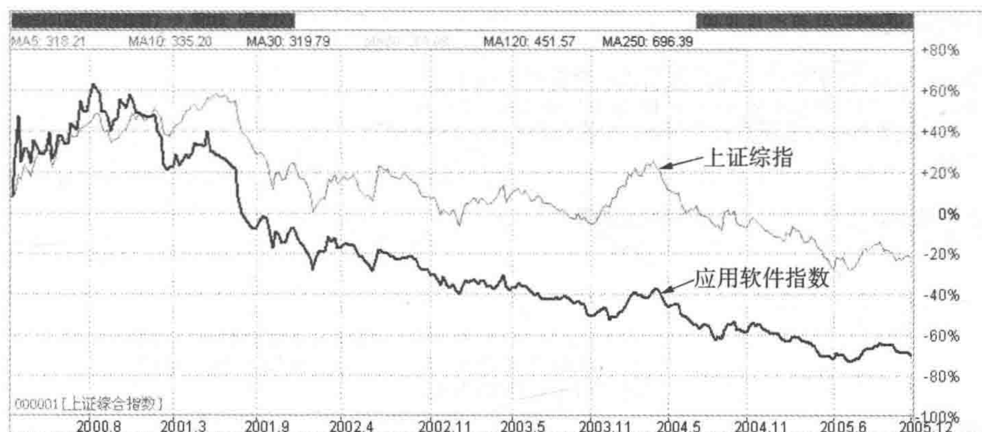


图 3-33 应用软件指数

注：应用软件指数（代码：882513）从 2000 年 1 月 1 日至 2005 年 12 月 31 日下跌 65.9%，而同期上证指数仅下跌 15.04%。

伪行业型投资机会广泛存在，它不仅表现为行业增长而企业利润下降，还可以表现为行业增长低于预期从而造成行业型投资陷阱。例如，山东药玻（600529）所涉及的丁基胶塞产品，由于早期市场预期过于乐观，行业进入者众多，而受制于多种原因，市场本身增长缓慢，导致包括山东药玻在内的众多企业在该项目上的投资到目前为止仍处境艰难。所以，行业型投资机会需要认真研究，小心筛选，跟踪研究求证，切忌盲目乐观。

五、行业型投资机会的风险提示

长线前景不被看好或隐含巨大利空公司的短线行业机遇有可能遭到长线投资者集中减持。

图 3-34 圈定的区域为 2007 年 10 月 1 日到 2008 年 6 月 1 日两只股票的走势。两股最终涨幅差距很大。

新中基（000972）和中粮屯河（600737）是从事番茄酱生产的两家龙头公司，2007 年中报新中基的销售净利率为 3.15%，而中粮屯河为 6.25%，2007 年下半年开始的国际番茄酱价格大幅上涨对两家公司构成重大利好。根据前面的分析，我们可以很容易判断出来，由于销售净利率较低，新中基的业绩弹性要远大于中粮屯河，事实上也的确如此，2008 年中报，新中基净利润同比增长了 96.62%，中粮屯河同比仅增长 30.26%，以博取短线收益为目标的公募基金也是按照常规投资原则在 2007 年第四季度大举杀入新中基。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 3-34 中粮屯河

但最终，两只股票实际的走势与利润增幅大相径庭，中粮屯河接近翻倍，而新中基小幅上涨后几乎跌回了原位。

根据事后资料揭晓，原来期间新中基遭到了原第二大股东——新疆建设兵团农五师 87 团的大幅减持。果然，公司潜在风险于 2008 年年报引爆，在主营产品大幅涨价的背景下，由于其他特殊原因，新中基公司 2008 年净利润同比巨幅下降 187.75%。

所以，短线行业机遇只能是我们股市投资的必要条件，而不是充分条件，公司的管理水平、盈利模式、发展战略、企业假设、核心竞争力等长线因素是投资者必须关注的。

第三节 行业洗牌型投资机会（业绩驱动型之二）

对于行业集中度不够高的完全竞争和垄断竞争行业类上市公司，投资机会的主要看点之一在于关注其行业洗牌。一个行业在经过激烈竞争后市场格局逐渐稳定，市场集中度大幅提高的时间段是该行业牛股频出的时候。

从企业成长的角度看，行业景气带来的利润增长都是波动性的，公司只有在行业洗牌胜出后通过壁垒筑高才能真正使企业价值提升一个台阶。

从股市投资的角度看，行业洗牌是牛股最大的诞生地之一，由于其多在经营环境动荡阶段发生，而且其力度较强，所以不分熊市牛市，抓住这个牛鼻子，暴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利的投资机会无时不在。

从微观经济学的角度解读，行业洗牌是由于行业经营环境发生变化，从而致使公司产品差异化特征的优势得以突出和放大，需求刚性增加，需求量放大，市场份额增加的一个过程。优势企业利润的高速增长主要来自于行业洗牌阶段及以后的市场恢复阶段。行业洗牌间歇性发生，这个过程将一直延续到行业竞争结构转变为寡头垄断之后。

行业洗牌类型有以下四种：

（1）弱势行业洗牌：单纯市场份额的起伏变化，只是对劣势企业市场份额和利润产生负面影响，未能使其彻底丧失生存能力和战斗意志，有反扑的可能，即行业洗牌中筛选出来的存活因素“门槛不高”或者经营环境变化不具有长期性。

（2）强势行业洗牌：经营环境的改变使不具备一定能力和条件或因为具有某些弱项的企业丧失生存能力从而退出市场，即行业洗牌中筛选出来的存活因素“门槛太高”并且经营环境的变化具有长期性，从而使相关弱势企业丧失坚持和奋斗的信心。

总之，行业洗牌程度的强弱取决于两点：①环境变化后新环境的长期存在性；②行业洗牌中筛选出来的存活因素的“门槛”高低。

（3）长周期行业洗牌：行业经营环境的转变和企业优胜劣汰在一个长周期内缓慢发生。

（4）快速行业洗牌：行业经营环境突变，迅速完成优胜劣汰过程。

研究方法有两个：

（1）关注上市公司核心竞争力。对于目标上市公司，要广泛阅读同行业其他公司的研究报告，通过对比研究，分析竞争各方的优势劣势，明确目标公司的核心竞争力。

（2）关注行业经营环境变化。

一、2006 年开始的空调行业强势行业洗牌

2006 年以前的格力电器虽然同样优秀，但一直在激烈的红海竞争中厮杀，其股价从 1998 年初至 2005 年底整整 8 年仅上涨了 6%。进入 2006 年，随着铜价的快速上涨造成的成本上升和行业整体性产能过剩所带来的市场危机，行业开始洗牌，二三线品牌被日渐边缘化，市场集中度向格力、美的双寡头集中，市场逐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渐从垄断竞争向寡头垄断过渡，从 2006 年初到 2009 年底短短 4 年时间，格力的股价上涨了近 12 倍（见图 3-35），美的电器上涨了 15 倍多，足见行业洗牌的威力。

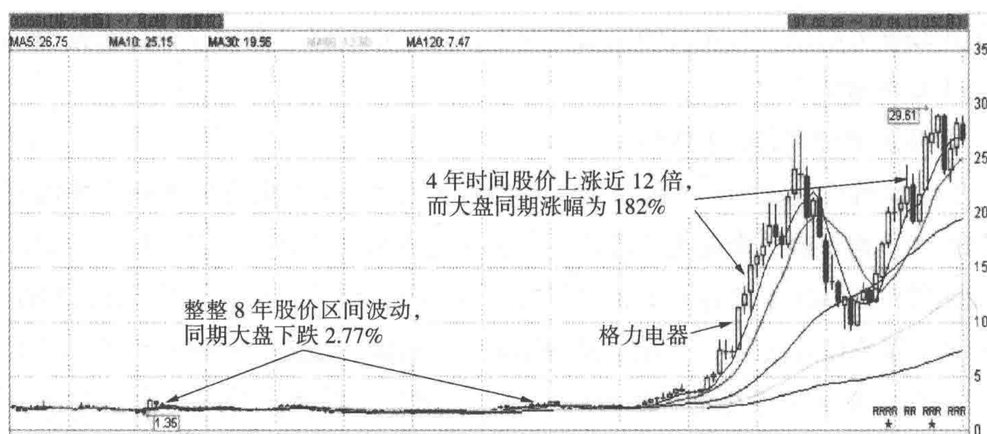


图 3-35 格力电器

市场因素推动的行业洗牌分析：2006 年初开始的空调行业洗牌所筛选出来的存活因素是"规模"，本次行业洗牌动因主要不是来自于需求端，而是来自于原料供应和销售渠道两方面，来自于铜价的快速上涨所造成的生产成本上升和家电连锁销售寡头的欺压盘剥。在这种经营环境下，格力和美的依靠规模实现了：

（1）针对原料涨价：靠规模提高议价能力，压低采购价，生产过程靠规模降低成本。

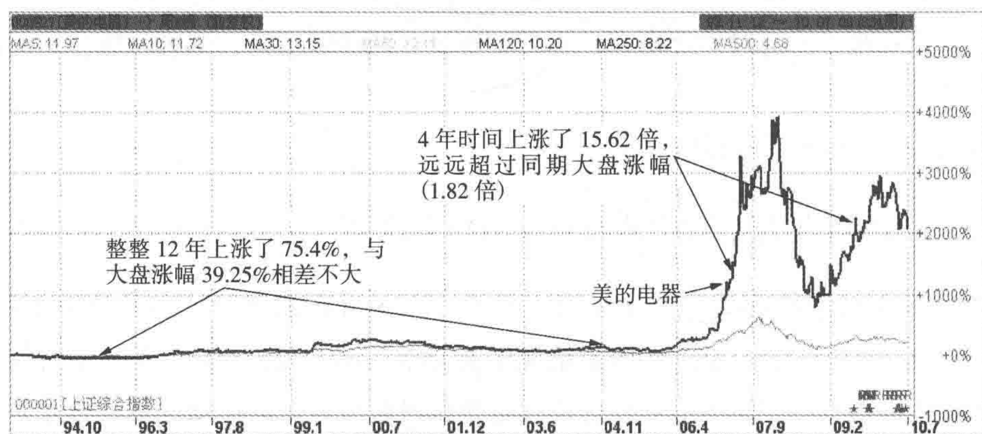


图 3-36 美的电器

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）针对家电连锁寡头的压榨：和家电连锁寡头谈判时靠规模提高议价能力，争取更好条件；规模大能够撑得起“自建销售渠道”的营销方式。

二、政策推动之长周期行业洗牌（诞生长牛股）

政策法律环境转变：血液制品行业在2003年前处于群雄纷争的混乱格局，2004~2006年国家大力整顿原料血浆市场，开始进行以对单采血浆站进行重点整治为代表的一系列行业整顿治理，龙头企业从产业链的上端单采血浆站的数量、质量、管理水平开始，到下游产品的研发、生产、销售逐渐形成了很强的竞争优势，2005年前六大企业占了行业总收入的70%以上，我国血液制品行业寡头垄断的格局已经初步形成。2006年国家开始实施血浆站脱钩政策，即全国90多家单采血浆站与卫生部门脱钩，分别交由30多家血制品企业收购。这直接导致行业内规模较大的几家血制品企业将有机会收购更多的单采血浆站获得更多的血浆资源，从而推动行业集中度大幅提高。

据国家统计局发布的医药工业企业数据：2002年，全国血液制品投浆量为3000吨，2003年为3800吨，2004年和2005年由于血浆站整治等因素投浆量增长不大，2006年增长至4687吨。

在2002~2006年血液制品价格变化不大，2002~2005年全国血液制品投浆量增长不大的情况下，华兰生物血液制品销售收入从2003年的2.53亿元发展到2005年的3.61亿元，增长43%；净利润从2003年的3549万元增长到2005年的5122万元，增长44%。

2006年全国血浆投放量增长约20%，2007年同比下降约40%，2008年血液制品全行业投浆量降低超过3成左右。随着消费的启动和行业投浆量的持续下降，血液制品行业进入强景气周期，这阻碍了行业集中度进一步提高的速度，但带来了行业利润的急剧攀升。

华兰生物作为行业中最大的受益者之一，公司利润2006~2010年连年高速增长，公司血液制品销售额由2005年的3.61亿元、2006年的3.53亿元、2007年的3.51亿元上升到2008年的4亿元和2009年的5亿元。公司血液制品毛利率由2005年的33.24%、2006年的38.78%、2007年的53.76%上升到2008年的58.75%和2009年的63.63%。

天坛生物在收购成都蓉生之前，血液制品在营业收入中的比例始终在10%~

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20%徘徊。

天坛生物血液制品销售额：2005 年为 5693 万元，2006 年为 7865 万元，2007 年为 9089 万元，2008 年为 7028 万元，2009 年为 3.5 亿元，血液制品毛利率 2005 年为 16.92%，2006 年为 21.93%，2007 年为 25.54%，2008 年为 22.89%，2009 年为 51.90%。

上海莱士血液制品销售额：2005 年为 3.03 亿元，2006 年为 2.79 亿元，2007 年为 3.1 亿元，2008 年为 3.1 亿元，2009 年为 3.88 亿元；血液制品毛利率为：2005 年为 38.1%，2006 年为 37.47%，2007 年为 54.83%，2008 年为 62.42%，2009 年为 57.51%。

2008 年股市暴跌，沪深 300 下跌了 65.95%，天坛生物下跌了 53.57%，但华兰生物仅下跌了 27.75%，2006 年初到 2009 年初，沪深 300 上涨了 96.84%，华兰生物上涨了 715%[①]，天坛生物上涨了 425%。

从上文的诸多数据可以清晰地看出，由于受益于我国血液制品行业多年持续的行业治理整顿以及随后的行业需求旺盛，相关上市公司的利润增长和股价走势在一个较长的周期内部都显著地、持续地强于股市整体水平。

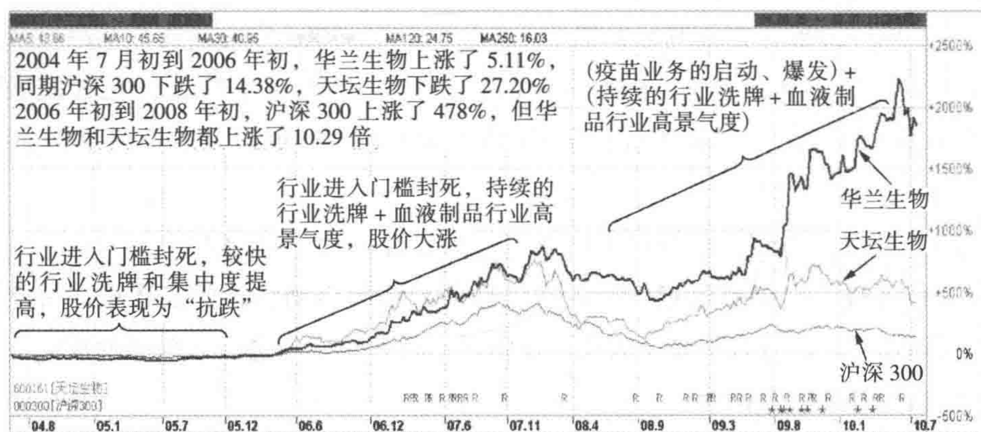


图 3–37 华兰生物

不仅如此，血液制品行业的前途仍然看好，原因如下。

① 虽然华兰生物股价由 2006 年初到 2010 年 4 月 12 日上涨了近 22 倍，但 2008 年后股价上涨更多地源于公司甲流疫苗的开发成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 一个严格管制的行业

进入本行业的主要障碍——苛刻的国家审批限制：2001 年 5 月 21 日，国办发［2001］40 号文《国务院办公厅关于印发中国遏制与防治艾滋病行动计划（2001~2005 年）的通知》中规定，从 2001 年起，国家将不再审批新的血液制品生产企业。

2. 规模效应非常明显，安全要求高，行业属性近乎天然寡头垄断

血液制品行业具有明显的规模经济效益，血浆处理能力越大，从血浆中提取的产品种类越多，对血浆的综合利用率越高，产品的单位成本越低。国外血液制品厂家的血浆提纯水平和综合利用水平较高，一般可从血浆中提取 15 种以上血液制品。而我国同行中技术水平一流的也仅提取 6 种左右，仍有很大的提升空间。

血液制品从人血浆中提取，由于其原材料的特殊性，使得该类制品可能因产品质量、安全问题导致交叉感染、血源性疾病传播等重大医疗事故。同时，由于受科学技术及人类认知水平的限制，仍有许多病毒未被人类发现，存在因未知病毒导致血源性疾病传播的潜在风险。

所以，该行业对原料采集、生产、流通各环节的技术要求不断提高，监管也日益严格。理论上，血液制品的行业集中度应该非常高。目前，全球主要厂商为拜耳（Bayer）及百特（Baxter），二者的产量占有率高达 80%，其他厂商只占有约 20%的比例。

由于血液制品行业的特殊性，我国也持续出台了一系列政策法规促进行业集中度的不断提高。

3. 资源控制，洗牌效果难以逆转

血浆站的设立和运营受到国家严格政策管制，现有行业寡头跑马圈地划定势力范围之后，行业门槛越筑越高。

综上分析，美好的发展前景使血液制品行业龙头公司得以维持较高市盈率。

三、行业洗牌遇到市场需求启动

以脱硫行业龙头龙净环保为例：

在烟气脱硫行业的早期阶段，由于核心技术由国外引进，国内企业实际上是在工程设计和施工领域竞争，因此行业进入门槛较低，竞争十分激烈，毛利率水平急剧下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近几年，在市场需求逐步启动的背景下，行业秩序日益整肃，优胜劣汰有序展开：

（一）奖惩措施安排逐步到位，市场需求启动

由于安装脱硫设施一次投入高，许多电厂对此没有积极性，有的甚至宁可接受罚款。对此，国家从 2005 年 7 月 1 日起，将二氧化硫的排污费从每当量 0.4 元上调到每当量 0.63 元（由原来的 0.2 元/千克二氧化硫分步提高到 0.63 元/千克二氧化硫），而对脱硫机组则采取了上网电价优惠、降低脱硫机组排污费等激励措施。排污费征收标准提高加之排污费征收范围的扩大（由原来的“两控区”扩大到了全国），促使越来越多的燃煤电厂选择安装烟气脱硫装置。

从 2007 年 6 月国家发改委联合环保总局印发了《现有燃煤电厂二氧化硫治理“十一五”规划》开始，国家一系列更为严厉的政策和相应激励措施的出台为脱硫行业打开了巨大的发展空间。政策到位使脱硫业务超预期高增长，这一点符合我们前文所述的行业景气投资机会。

（二）行业整肃，工程毛利率提高

2007 年以来，电力脱硫方面的监管越来越严，中国环境保护力度的加强改变了电力企业对待脱硫设施的态度。以前，很多电力企业安装脱硫设施只是为了应付检查，并不关心脱硫的达标率和脱硫设施运行的稳定状况，这是很多小企业的脱硫价格战起作用的主要原因。但是现在随着环保力度的加强，电力企业开始更加关心脱硫设施的脱硫达标率和运营稳定状况。不仅如此，部分不合格的脱硫工程在监管加大和成本增加的影响下也将被改造，这使那些技术和管理水平不高从而所建造工程的脱硫效果不佳的中小企业丧失了生存的基础，同时使得像龙净环保（600388）这样的大企业在脱硫设施的招标中更加具有竞争力。行业秩序得到整肃，脱硫项目的毛利率也开始呈现上升的趋势。

2008 年，原油和钢价大涨并持续维持在高位，而钢材是脱硫设备的主要成本，这降低了电力环保行业的平均利润率，进一步挤压了毛利率原本较低的中小型公司的盈利空间，而龙净环保一方面具备规模优势，钢价上涨对成本冲击的影响相对较小；另一方面与中小公司大量的外购和外包不同，龙净环保属于设备生产与工程安装一条龙公司，较长的产业链使其具有较强的成本控制能力。

总的来说，市场注重脱硫效果和钢价上涨促使脱硫市场重新洗牌，龙净环保具有的脱硫技术优势和成本控制优势凸显。果然，2008 年公司大力拓展脱硫业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务，不仅脱硫收入增长120%，而且毛利率还由10.83%增加4.5个百分点至15.3%。

2009年，由于钢材降价，龙净环保的电除尘业务毛利率大幅提升，由2008年的16.22%上升到2009年的21.54%，同期菲达环保电除尘业务毛利率也由10.48%上升到2009年的14.01%。多重利好重叠，使龙净环保的利润水平再上一个台阶。

背景资料：

除尘和脱硫设备行业竞争激烈

我国除尘脱硫设备行业竞争激烈。在除尘器领域，由于价值链从设计、生产延伸到服务，具有较高进入壁垒，但竞争依然激烈。目前除尘器领域生产企业近百家，其中有一定规模的达三四十家，龙净环保和菲达环保居于行业领先地位，合计占有40%以上的电除尘器市场份额。由于电力、水泥和冶金等行业都朝大型化设备发展，有实力的企业更容易赢得用户，预计电除尘器行业集中度将越来越高（长期性行业洗牌）。

在烟气脱硫领域，由于核心技术来自于国外引进，国内企业实际上是在工程设计和施工领域竞争，因此行业进入门槛较低，竞争十分激烈，毛利率水平急剧下降。随着烟气脱硫市场的扩大，除了原有的较早进入该领域的几家上市公司之外，五大发电集团以及主要发电设备企业也参与到竞争中来。这些参与者由于拥有明显的客户资源优势，对包括龙净环保在内的相关上市公司带来很大的竞争压力。

菲达环保：2002~2005年电除尘销售收入高速增长，2006~2009年稳定在9亿~10亿元。脱硫业务规模小，2004年后一直为1亿多元。菲达环保年报说明：由于2009年度钢材等主辅材料价格的相对稳定，提高了公司产品毛利率。

龙净环保：电除尘业务和菲达环保相似，2002~2005年高速增长，2006年后维持在13亿元左右上下震荡；脱硫业务由2005年的1.75亿元增加到2009年的11.76亿元（发展战略：创国际环保产业第一品牌，坚定推进“技高一筹”战略。公司未来的主要经营模式为工程总包）。

2010年7月国信的研究报告：脱硫领域公司龙净环保排名前四，在脱硫市场化（剔除电力集团下属环保公司）方面排名第一，主要集中于传统火电脱硫。按年均新增3000万千瓦火电机组保守测算，火电脱硫市场年均为100亿~120亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元（新建/改造/更新需求年均可达45亿元/30亿元/34亿元），目前国电、华电、中电投、大唐集团下属环保公司占据半壁江山，主要发电设备企业也参与到竞争中来，龙净环保占据10%左右。

（三）行业龙头的未来前景值得期待

未来行业洗牌因素——脱硫的BOT模式或将成为主流模式。2007年国家印发了《关于开展火电厂烟气脱硫特许经营试点工作的通知》，所谓火电厂烟气脱硫特许经营即BOT项目，是以国家出台的脱硫电价及相关优惠政策为基础，将电厂脱硫设施建设、运行、维护及日常管理交由专业化脱硫公司运营，并按照合同约定完成脱硫任务，承担脱硫责任的一种新机制。

通过脱硫特许经营，火电厂可以甩开相应的成本包袱，而脱硫公司则可以享受国家规定的脱硫电价增加每千瓦时1.5分和相关优惠政策，以及脱硫副产品如硫酸铵等产生的经济效益，双方可谓互惠互利。更为重要的是，由第三方来实施脱硫，能够更加有效地保证脱硫设施的长期稳定运行，保证环境保护政策的实施。我们认为脱硫项目的BOT模式在试点成功后有望大规模推广，就像污水处理一样。

龙净环保中标的华电新疆乌鲁木齐热电厂2×330兆瓦机组烟气脱硫项目就是国家进行的特许经营BOT项目的10多个试点项目之一。

特许经营试点的推出，将使国内的脱硫企业从以设计为核心的脱硫总承包公司发展成为从设计、运行、维护一体化的专业公司，脱硫公司将负责脱硫设施的投资、建设、运行、维护及日常管理，并负责完成合同约定的电厂脱硫任务。这一政策大大提高了烟气脱硫行业在资金、技术、资质等方面的准入门槛，自己投资自己获取收益使脱硫技术和管理优势的重要性上升到决定性的地位。

同时，随着特许经营的实施，电厂和脱硫承包商已不是上下游和单纯的甲方乙方的关系了，变成了一方出资金、一方出项目的合作关系，融资能力在市场占有率提高方面的重要性大幅提高。

总的来看，一旦脱硫BOT模式得到大规模推广，融资能力、脱硫技术和脱硫产业链一条龙管理能力的重要性将提高，而客户资源优势的重要性将有所下降，行业将面临再次洗牌。不排除龙净环保的市场占有率再上一个台阶的可能。

值得期待的未来前景是龙净环保股价能够维持较好估值水平的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

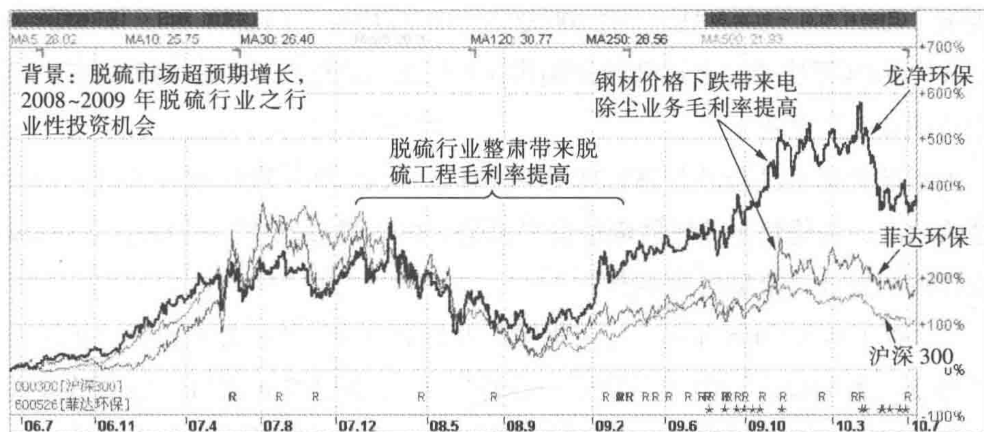


图 3–38 龙净环保

2008 年龙净环保下跌 37.96%，菲达环保下跌 54.67%，沪深 300 下跌 65.95%。

2009 年龙净环保上涨 195.95%，菲达环保上涨 103.89%，沪深 300 上涨 96.71%。

从 2007 年 7 月 1 日到 2010 年 4 月 12 日，在经历了大盘一轮暴跌的洗礼后，龙净环保股价仍然大涨了 147%。

四、公司规模扩张遇到行业洗牌

产能扩张 + 行业洗牌胜出 + 行业长景气周期 + 种子效应 + 市场优势内生成长 ⇒牛股

（1）行业长景气周期：南方医药经济研究所统计数据表明，我国中药饮片市场大约有 300 亿元的需求规模，近年来平均年增长率在 25%左右，持续高景气运行。

（2）康美药业中药饮片产能持续扩张：2002 年投资 8000 万元建设设计产能 3000 吨的生产线，2004 年在原有产能的基础上实施双班轮倒规模翻倍，2006 年增发股份募集资金 4.8 亿元将产能增加至 1.1 万吨，2010 年能够投产的成都基地规模和二期相当，2010 年初公告的三期产能远远超过一期、二期之和。

（3）行业洗牌：（行业洗牌推动力：政策推动整顿行业秩序）中药饮片是中医临床方剂的基本组成部分，也是中成药的基本原料，其质量的优劣将直接影响中医药临床疗效的体现。中药饮片产业是我国中药大产业中最薄弱的环节，一直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呈现散、乱、小、差的局面，约 300 亿元的市场规模全国就有 1000 多家的企业在生产，2004 年康美药业中药饮片销售 1.6 亿元，就已经是中药大省广东省最大的中药饮片生产企业了。

国家及中国食品药品监督管理局（SFDA）从 2002 年以后加大了对饮片市场的整治力度，为优势企业发展创造良好机遇，由于通过饮片产能的持续扩张康美药业抓住了先机，市场份额不断上升：

1）2002 年和 2005 年的《外商投资产业指导目录》禁止外商投资“传统中药饮片炮制技术的应用及中成药秘方产品的生产”，并且禁止出口“中药饮片炮制技术”。这为像康美这样的中药企业在市场秩序整顿后的规范竞争中排除了一方强有力的竞争对手。

2）2003 年起，国家推行行业 GMP 论证，强制性要求自 2008 年 1 月 1 日起，所有没有达到 GMP 要求并取得《药品 GMP 证书》的中药饮片生产企业一律停止生产。康美药业早在 2003 年 10 月就成为国内首批试点通过国家中药饮片 GMP 认证的示范企业之一。截至 2008 年初，全国 1100 多家饮片生产企业中只有不到 1/3 通过了认证，未来随着查处力度的加大，行业集中度必将提高。例如，康美药业在实施 GMP 前，公司产品的市场占有率仅为 25%，而在 2003 年实施 GMP 后，产品的市场占有率在一年间升至 32%。

3）国家药监局在 2003 年底颁布了《关于加强中药饮片包装监督管理的通知》，要求从 2004 年 7 月 1 日起，中药饮片的包装材料和容器必须符合饮片质量的要求，否则禁止上市销售。2007 年第三季度国家又提出了要求推行小包装。包装设备、包装材料和人工费用的增加提高了企业的生产成本和行业门槛。

4）未来中药饮片行业质量标准体系的建立和批准文号管理的实施将继续提高行业技术和规模门槛，有利于行业洗牌和集中度的进一步提高。

（4）种子效应：康美药业上市之初是生产西药的，2002 年进入中药饮片行业之后，如鱼得水，饮片业务一直发展迅猛。但是，在中药饮片业务规模从小到大的过程中，由于基数不同，该业务在不同年份对公司所贡献的利润存在一个从量变到质变的过程。例如，2002~2003 年，公司中药饮片业务销售收入从 2070 万元增长到 6540 万元，增长 2 倍以上，以当时约 25%的毛利率计算，为公司新增毛利 1118 万元，但随着中药饮片基数的扩大，2007~2008 年，公司中药饮片销售收入从 3.5 亿元增加到 6.28 亿元，增长 79%，以当时 38%的毛利率计算，为公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司新增毛利高达 1 亿元，这就是牛股产生过程中“一项高速发展的业务”对公司整体价值影响由量变到质变的“种子效应”。中药饮片业务对于康美药业已经由尝试性新业务变成了公司的定海神针。

（5）市场优势内生成长：医院需要的饮片品种有 600 多种，一般的中药饮片公司只能供应几十种，而康美药业能够供应 1000 多种品种和 10000 多种规格，正常情况下都能满足医院的全部要求，这就使得公司进驻下游医院较同行更为容易。

问题：

（1）在中药饮片方面，康美药业的竞争优势更多地体现为先发优势，行业洗牌后行业壁垒不高，行业有可能面临产能过剩和再次洗牌。

（2）相对较短的储存期，供应较为刚性，产品一旦滞销，很可能爆发激烈的价格竞争。

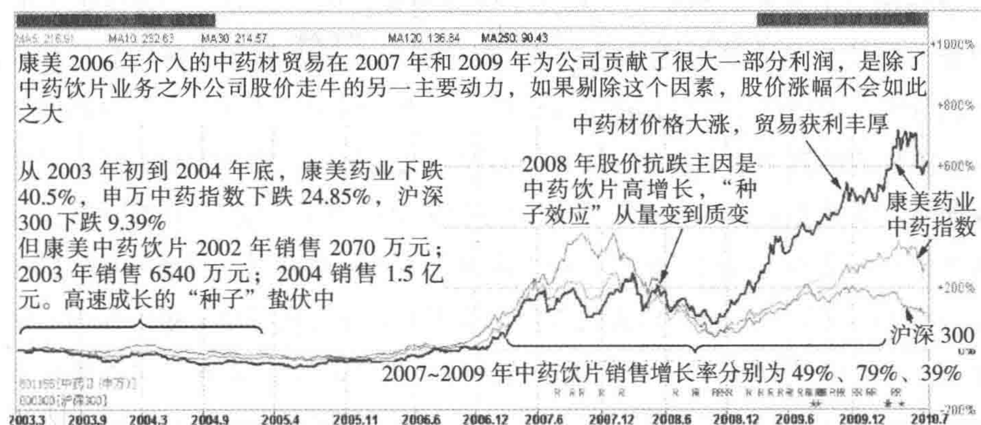


图 3-39 康美药业

2007 年康美药业上涨 173.56%，申万中药指数上涨 154.99%，沪深 300 上涨 161.55%。

2008 年康美药业下跌 7.43%，申万中药指数下跌 46.64%，沪深 300 下跌 65.95%。

2009 年康美药业上涨 134.26%，申万中药指数上涨 109.22%，沪深 300 上涨 96.71%。

2007~2009 年，康美药业上涨 493.22%，申万中药指数上涨 184.68%，沪深 300 上涨 75.19%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题的存在挡不住行业洗牌型投资机会的威力，由图 3-39 可以看到，康美药业与沪深 300 指数的走势相比，主要在于 2008 年的抗跌，但 2007~2009 三年的总收益与沪深 300 相比，收益率差距有 6.5 倍以上。

五、铜加工领域两次弱势行业洗牌

2006 年，铜价暴涨，然而铜价上涨引发的市场环境的变化对于铜加工企业来说也未必都是坏消息，由于我国正处于城镇化和新型工业化的发展阶段，经济增长需要大量的基础原材料，金属铜自身独特的导电性决定了其难以被其他金属所替代。因此，高铜价所引发的替代效应对铜加工材整体市场的负面影响十分有限。

行业洗牌新环境中的制胜因素+行业需求整体收缩空间小或平稳或稳定增长⇒行业洗牌型投资机会

但是铜价上涨的大趋势使“精加工和高附加值的产品成为未来发展方向”，而且铜价的快速上涨使得终端用户马上就普遍提高了对铜加工材产品质量的要求，这导致行业内许多低附加值低价格的小厂被迫退出了市场，从而给那些具备持续技术优势的铜加工企业提供了新的发展机遇。另外，国内铜价长时间低于国际铜价的背景也给国内铜加工企业实现替代进口提供了非常有利的条件。同时，铜价的暴涨使那些没有通过期货套保消除铜价风险敞口或者干脆是铜市投机方向做反的企业直接破产关门，再为优势企业腾出一部分市场订单。多方面因素的作用下，主营铜板带材加工的上市公司鑫科材料（600255）2006 年上半年实现营

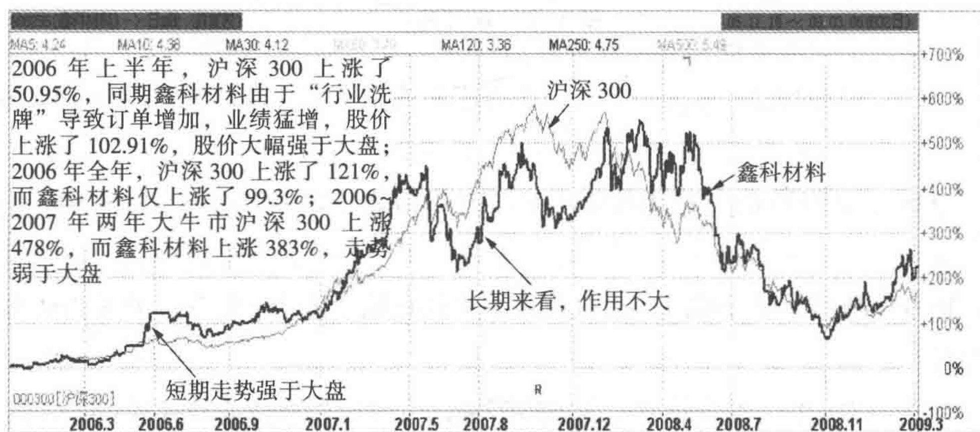


图 3-40　鑫科材料

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业总收入 16.73 亿元，同比增长 79.9%；实现净利润 2713 万元，同比增长 342%。2006 年全年鑫科材料实现营业收入 39 亿元，同比增长 84.5%，净利润 5177 万元，同比增长 144.5%，实现了主营业务收入和净利润的同步增长。

但是，我们从图 3–40 中可以看到：2006 年上半年，沪深 300 上涨了 50.95%，同期鑫科材料由于“行业洗牌”导致订单增加，业绩猛增，股价上涨了 102.91%，股价大幅强于大盘；2006 年全年，沪深 300 上涨了 121%，而鑫科材料仅上涨了 99.3%；2006~2007 年两年，大牛市中沪深 300 上涨 478%，而鑫科材料上涨 383%，走势弱于大盘。

行业洗牌为弱势行业洗牌的原因分析：

（1）2006 年，鑫科材料业绩暴涨既有行业洗牌的趋势性因素，也有行业波动的阶段性原因（如投机失败导致企业破产等）。

（2）本次行业洗牌处于行业发展早期阶段，还远不能解决铜加工行业整体市场集中度过低、企业规模小、研发能力弱等问题，例如，2004 年、2005 年鑫科材料分别生产铜带材 2.9 万吨、3.3 万吨，分别居行业第三位、第四位，但市场占有率分别仅为 2.99%、3.08%。

（3）行业进入门槛不高，上游环节将向本环节渗透发展，本环节议价能力不强：尽管短期看，低附加值的小厂被淘汰，鑫科的市场占有率有所提高，但螳螂捕蝉，黄雀在后，随着国家对资源、能源消耗型产业的限制，上游大型铜冶炼企业有迫切需求延伸产业链进入铜精加工领域以提高产品附加值。它们作为行业新进入者资金实力雄厚，管理先进，研发能力强，整体优势明显，而且对它们来说，进入铜深加工行业门槛较低。另外，国际铜加工企业对中国市场的投资力度也在不断加大，日本古河电工、韩国丰山、美国奥林、德国代傲金工等积极进入中国。

上述实力雄厚者的进入将对铜加工行业的竞争格局影响巨大，现有格局的胜出者有“山中无老虎，猴子称大王”的感觉。

总之，本次阶段性行业洗牌不能改变铜加工行业的进入门槛低、集中度低和过度竞争的问题，这也决定了相关公司本次业绩提升不具有持续性和稳定性。

与上面分析相同，2008 年初由于竞争对手高新张铜主业停顿给上市公司海亮股份带来的短期市场机会，同样不具备持续性和稳定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

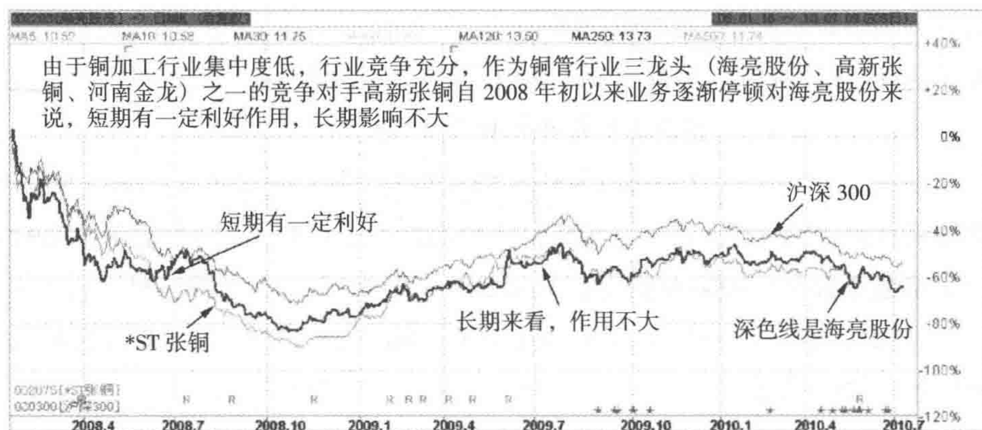


图 3-41　海亮股份

六、金融危机和环保要求推动印染行业洗牌

2008 年以来，金融危机的影响使国内纺织行业公司频频告急。但今天来看，一些盈利能力较强的上市公司却因祸得福，在这轮行业洗牌的过程中受益匪浅。

我国印染行业于 2006 年结束快速发展期，进入平稳增长阶段，截至 2007 年下半年起行业大洗牌开始，面对大量的过剩、落后产能，政府采取了多项主动措施，提高行业准入门槛，提高环保要求，减少对中小企业贷款扶持等，使一批竞争实力弱的企业纷纷退出。随后的 2008 年，经济危机突然爆发，再次加速了行业洗牌的速度，大量抗风险能力差的企业倒闭，订单需求向信誉好、交货快、质量高的企业集中，行业集中度逐渐提高，市场“蛋糕”被重新分配。

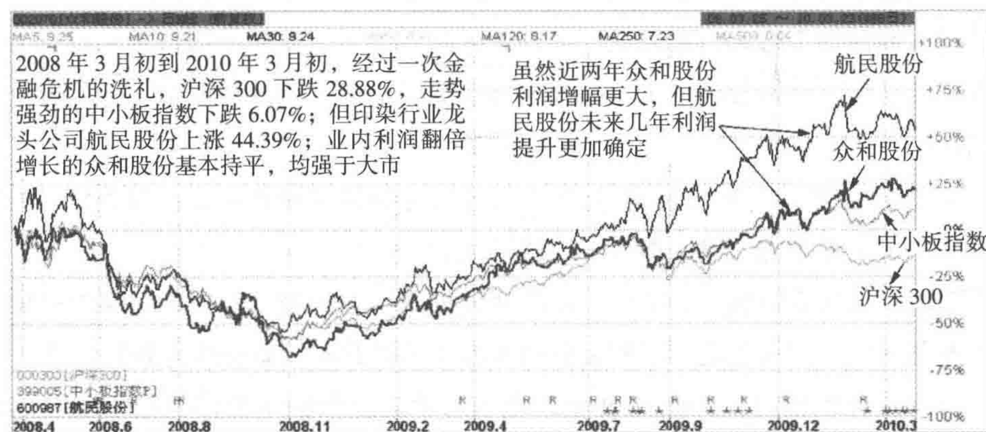


图 3-42　众和股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如图 3–43 所示，航民股份（600987）稳健向上，利润增长高于销售收入成长，2008 年面对金融危机利润仍然增长，2009 年销售下降利润仍然增长。众和股份（002070）销售收入增长速度明显快于航民股份，利润在 2008 年有所下降，但从 2009 年中报开始利润出现爆发式增长。相比 2007 年报，众和股份 2009 年营业总收入增长 97.7%，营业利润增长 133%。

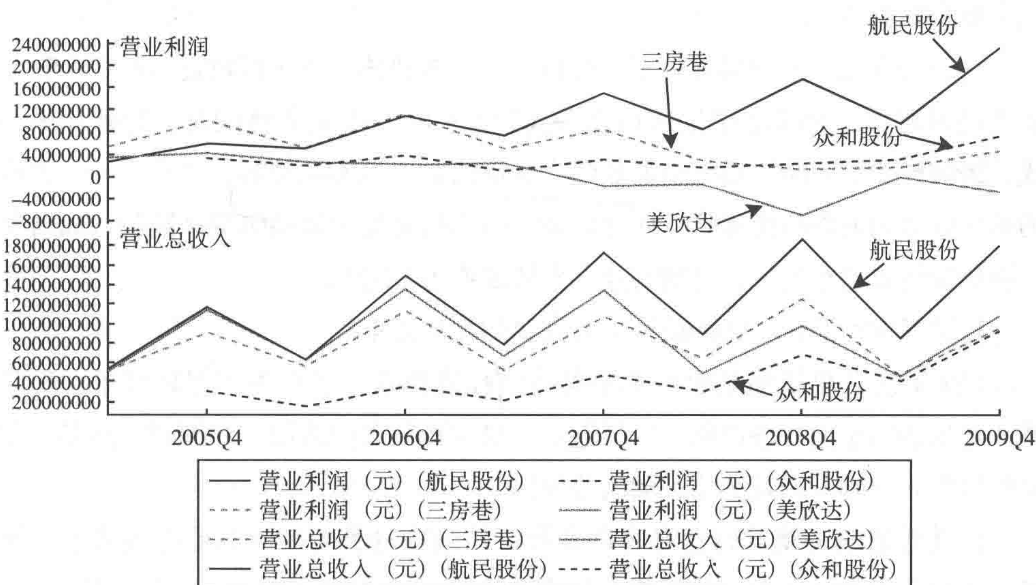


图 3–43 比较

资料来源：Wind 资讯。

2009 年较 2007 年，航民股份营业总收入仅增长 5%，但营业利润增长 56.36%，这反映了行业洗牌所带来的提价效应，这是资本市场最喜欢的概念。从图 3–43 可以看到，美欣达和三房巷 2009 年利润和销售收入较 2007 年出现双降。

相关报告也印证了纺织印染行业正在进行行业洗牌的判断。

众和股份 2009 年年报：2008 年的金融危机，加剧了行业的洗牌，优质企业的竞争力得以提升；而一些研发投入少、产品定位低下的工厂在这轮风暴中关闭或停产，因此，新的客户、新的订单得以重新分布。同时，服装品牌运营商及客户为了保证订单的稳定性，更加趋向于向管理严格、质量稳定、具有抗风险能力的工厂倾斜，公司的议价能力提高。这导致众和股份成为纺织行业洗牌的受益者。

有关航民股份的研究报告：随后的 2008 年，经济危机突然爆发，再次加速了行业洗牌的速度，大量抗风险能力差的企业倒闭，订单需求向信誉好、交货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快、质量高的企业集中，行业集中度逐渐提高。

我们对本次纺织印染行业洗牌分析如下：

（1）洗牌筛选出的生存要素：环保壁垒（政策推动壁垒）。环保壁垒导致印染行业进入门槛提高，随着新批项目的趋紧和达不到环保要求的中小企业的退出，2009 年第一季度以来，在出口带动的纺织服装行业复苏过程中，印染行业成为瓶颈环节。

纺织行业是一个市场竞争充分的行业，行业整体的集中度较低。在每次行业紧缩的过程中，行业集中度都可以得到提高。但是令人担忧的是，行业紧缩完成，进入行业扩张阶段后，企业数量会再次增加。但本次洗牌与往常不同，严格的环保政策如能够持续坚持，印染行业将进入行业集中度持续提高阶段，而环保方面的规模效益很明显，这对行业龙头的发展十分有利。

这就是航民股份（600987）走势强劲的关键因素。

（2）本次订单增加的驱动力不可持续性的因素：客户为了保证订单的稳定性，更加趋向于向管理严格、质量稳定、具有抗风险能力的工厂倾斜，这是导致航民股份和众和股份业绩增长的重要原因。

但随着宏观环境和行业环境的企稳，市场中这种短期求稳心态会缓解。所以，相对来说，虽然众和股份收入和营业利润增幅更大，但其收入和营业利润增长主要源于一方面是项目投产和所收购公司并表，另一方面就是本条所述的客户求稳心理所致。市场认为其持续性较差，而在印染规模上，众和不足航民的 1/8。

相比来说，航民股份具有国内最大的 8 亿平方米的印染产能，在环保方面具有较强的规模优势，公司未来更加明确。长期看，印染行业准入门槛只会提高，不会降低，海外经济体对印染产品的检验标准也将日趋严格，这预示着未来中小规模印染企业新进入的成本将加大，新产能的释放周期将被拉长，行业供需格局向好的局面可以在较长的时间内持续。而航民公司秉持规模优势和技术优势，着重于现有产能的升级改造，销售单价的提升空间仍然存在。

这是航民股份在本次行业洗牌行情中走势强于众和股份（002070）的重要原因。

（3）行业环境变化决定企业发展的未来方向：①环保壁垒使印染行业规模扩张前景黯淡，增加附加值成为规模企业未来发展方向。②行业内新批项目困难，龙头公司发展以收购整合为主。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而众和股份的核心竞争能力恰恰就在于研发能力、收购整合，所以众和的发展前景值得关注，但是这两项能力的门槛都并不高，众和股份未来的发展和胜出尚需更多的努力。

七、事件驱动乳制品行业洗牌产生阶段性大黑马

行业洗牌新环境中的制胜因素+行业需求整体收缩空间小或平稳或增长⇒行业洗牌型投资机会

2008年下半年爆发了著名的三聚氰胺事件：全国22家奶粉生产企业69批次产品检出有害成分三聚氰胺。其中涉及的上市公司包括：伊利股份（600887）、蒙牛乳业（02319.HK）、SST亚华（000918）（旗下“南山”品牌）、光明乳业（600597）（子公司江西光明英雄）；而三元股份（600429）则不在“问题奶粉”的行列，新希望（000876）旗下多家乳品公司生产的奶粉也未在“问题奶粉”名单之内。在三聚氰胺事件前后，奶业风波不断，2005年光明发生“回炉奶”事件，2009年2月蒙牛特仑苏发生OMP事件。

乳制品业正面临着一场信任危机。

从下文的背景资料中我们可以看到，受三聚氰胺事件影响的蒙牛和伊利在2008年下半年销售毛利率都大幅下降，而未受到影响的三元股份和新希望的乳品业务在2008年下半年的销售毛利率都在上升。三元股份甚至在2008年这个乳业灾难年创造了3669万元这个历史较高的盈利纪录。

但我们看到，从2008年第四季度开始，伊利和蒙牛的股价就开始企稳上扬，经过2008年下半年的三聚氰胺事件前后（2008年1月1日至2009年12月31日）两年时间里伊利上涨8.31%，而同期沪深300下跌33.02%，在所有乳制品上市公司中，涉及三聚氰胺事件中的伊利股份反而涨幅最大，两年时间超越沪深300高达41.33%，涨幅甚至都高于因未涉及三聚氰胺从而直接受益于该事件的三元股份22.6个百分点。

为什么伊利股份能够后来居上获得最大涨幅？

（1）三聚氰胺危机的背后还有转机：13亿人的喝奶问题不可能由外国的企业来解决，最终还是需要我们本土的企业来完成这一使命。从这个角度看，这次三聚氰胺奶粉事件或许就是我国乳业浴火重生的分水岭，危机里蕴含着商机。

（2）通过对市场消费心理的把握挖掘牛股：食品业和乳品业面临信任危机，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场到处出问题，没有出过问题的将来也可能出问题，找不到值得信任的，但又离不开——最终的选择：从众、选择非风暴中心的最大品牌。

（3）对比分析，伊利股份是最优选择：从长期发展看，三元股份一直为国企体制所困扰，光明乳业由于前期盲目收购而导致集团管控层面上问题频出，这都决定了其较为疲弱的长线走势。

而且三元和光明的主导产品巴氏奶虽然味道鲜美，但保质期太短，属于未来的消费升级产品，虽然未来非常值得期待，但在我国目前奶品消费水平较低的环境下，竞争力远不如以伊利和蒙牛为代表的常温奶（虽不够新鲜但保质期很长）。伊利和蒙牛成为市场无奈的选择。

对比伊利和蒙牛，无论是由何种原因引起的，从长线来看，蒙牛的盈利能力要远远强于伊利。在蒙牛上市后到三聚氰胺事件前（2004 年 7 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日）的两年半时间里，虽然蒙牛大股东持续套现高达数十亿元，但期间伊利上涨 349.28%，蒙牛仍上涨了 446.99%，远高于伊利，显示了市场对蒙牛盈利能力和成长速度的认可。2008 年三聚氰胺事件，蒙牛亏损 9 亿多元，仅相当于前一年的利润；而伊利大幅亏损 17 亿多元，一举亏掉前 10 年所有盈利的总和。

但在 2009 年 2 月，蒙牛发生 OMP 事件而再次回到了风暴的中心，蒙牛特仑苏牛奶占据高端奶 70%以上的市场份额，此次事件给致力于发展高端牛奶的伊利股份提供了机会。接着，蒙牛又发生了股权层面上的巨大变动（中粮收购），股权层面的变动属于我们本书所列举的长线熊股（或至少阶段性弱势）的重要诱因之一，因为经营环境的不稳定使公司难以安心经营管理，从而容易错失良机。

背景资料：

伊利股份：公司从上市后第 2 年 1997 年销售收入的 8.54 亿元到 2009 年的 237.82 亿元，实现了 12 年销售收入连续增长，没有一年为负，从 2007~2009 年增长势头开始放缓，总体 12 年复合增长率为 31.95%，净利润从 1997 年的 6437 万元一路增长到 2006 年的 3.76 亿元，2007 年公司微亏 456 万元，2008 年巨亏 17.37 亿元（刚好亏掉了 1998~2007 十年的全部净利润），2009 年实现净利润 6.65 亿元（比前历史最好水平 2006 年增长 76.86%），12 年复合增长率为 21.48%；对应的从 1998 年初到 2009 年底的 12 年股价上涨了 396.64%，12 年的复合增长率为 14.29%。乳制品毛利率从 2003 年的 33.16%一路下降到 2007 年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最低点26.06%。

2009年乳制品毛利率由2008年的27.19%猛增8个多点到35.38%，甚至远远超过了三聚氰胺事件爆发前2008年中报所显示29.61%的阶段性较高毛利率水平。不过2009年中报毛利率为35.67%，显示2009年下半年伊利股份的毛利率有所下降。2008年伊利股份乳制品销售收入为209.95亿元，较2007年的187.1亿元增长12.21%，2009年伊利股份乳制品销售收入为237.82亿元，较2008年的209.95亿元增长13.27%。

蒙牛乳业：2004年6月10日，在港交所上市。2009年毛利率为26.7%，较2008年的19.6%提高7.1%，较2007年的22.5%提高4.2个百分点。

2007年，虽然原料鲜奶成本上涨，但蒙牛通过控制成本、优化生产过程及改进物流储运体系，尽力减低成本，令全年整体毛利率只跌0.4个百分点至22.5%。2008年受三聚氰胺事件影响，公司不得不提高产品销售推广力度以及加强奶源安全的多重检测措施，这使得公司2008年的整体毛利率由2007年的22.5%下降至19.6%。2007年，蒙牛乳业净利润9.358亿元，2008年蒙牛乳业销售收入同比增长11.9%到238.65亿元，但亏损9.49亿元；蒙牛乳业2009年主营业务收入257.105亿元（增速较伊利小），净利润为11.158亿元（比2007年增长19.23%），均创历史新高。

伊利毛利率高蒙牛6个百分点左右，但蒙牛的销售净利率却一直远高于伊利，因为伊利的营业费用比例高于蒙牛约7个百分点，这主要是因为伊利促销费用更多计入营业费用而蒙牛促销费用更多计入成本。

两家非“问题奶粉”：

2008年的非“问题奶粉”新希望（000876），2008年中、2008年度、2009年中、2009年度乳制品毛利率分别为：19.53%、20.64%、23.28%、26.41%，逐次提高，产品销售收入2008年为12.39亿元，较2007年增长11.92%，2009年销售收入为13.86亿元，较2008年增长11.86%。新希望的乳制品毛利率从最早2002年的26.91%一路震荡向下降到2007年的最低点18.60%。

2008年三聚氰胺事件中的另一个非“问题奶粉”是三元股份，三元股份2000年的销售收入为7.15亿元，多年来时有滑坡，增长缓慢。2008年销售收入13.94亿元，较2007年的10.75亿元增长29.67%，2009年销售收入23.64亿元，较2008年增长69.58%。2008年中报（三聚氰胺事件前）三元股份的毛利率为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18.24%，2008 年报、2009 年中报、2009 年报毛利率分别为：19.79%、26.62%、21.38%。2008 年公司实现利润 3669 万元，为历史较好水平。公司在 2004 年、2005 年、2009 年都发生了较大数额的亏损。

光明乳业：公司销售毛利率 2007 年度、2008 中报、2008 年度、2009 中报、2009 年度分别为：31.74%、31.61%、32.64%、37.81%、37.55%。公司销售收入从 1999 年的 14.62 亿元一路增长到 2007 年的 82.06 亿元，8 年复合增长率为 24.06%，2008 年下降到 73.59 亿元，2009 年恢复到 79.43 亿元；净利润从 1999 年的 7808 万元震荡增长到 2007 年的 2 亿元，2008 年巨亏 2.68 亿元，2009 年恢复到 1.28 亿元。

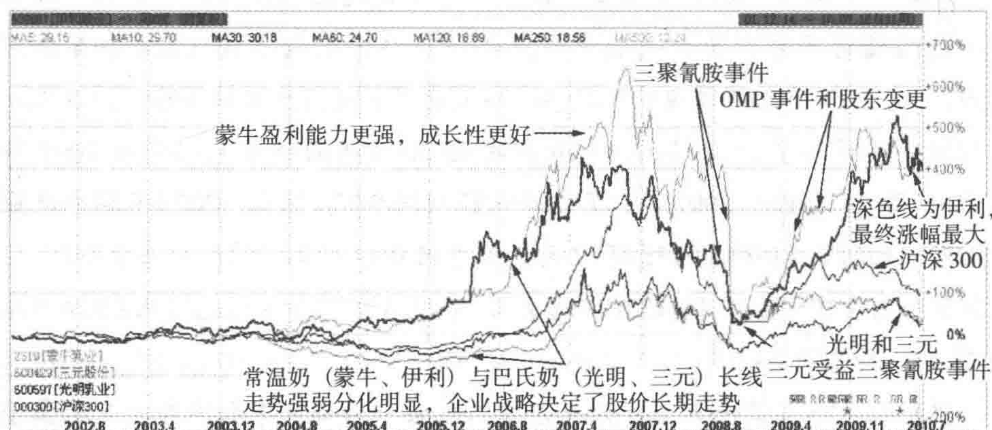


图 3-44　伊利股份

三聚氰胺事件前：2004 年 7 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日两年半的时间，伊利上涨 349.28%，蒙牛上涨 446.99%，沪深 300 上涨 393.39%，光明上涨 150.09%，三元上涨 172.52%。

2008 年下半年三聚氰胺事件：2008 年 7 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日半年时间：伊利下跌 51.01%，三元上涨 3.14%，蒙牛下跌 54.36%，光明下跌 38.23%。

但经过 2008 年下半年的三聚氰胺事件后：2008 年 1 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日：伊利上涨 8.31%，蒙牛下跌 1.6%，沪深 300 下跌 33.02%，光明下跌 24.70%，三元下跌 10.42%。伊利涨幅最大，超越沪深 300 高达 41.33%。

八、国际洗牌中公司核心优势价值凸显

电声行业是全球性高速发展的行业，据权威统计数据，全球电声市场的年平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均增长率高达 10%。电声行业规模巨大，2005 年总市场规模接近 600 亿美元。

（一）电声行业经营环境发生变化

2008 年的全球性金融危机和日趋激烈的全球化竞争增加了跨国行业巨头成本控制方面的压力，推动了国际品牌企业的经营重心转向渠道与品牌维护，加速代工体系向成本更低的中国转移。

关键是，由于电子信息技术的不断进步和扩散，电声产品的演进呈现加速趋势，更新换代越来越快，生命周期越来越短。前几年消费类电声产品的生命周期为 2~3 年，目前多媒体类电声产品生命周期一般为 0.5 年，家电类为 1 年左右，专业类产品稍长但市场容量有限。在这种行业特征的背景下，面对国际高品质音响的转移，只有掌握了高品质音响核心技术的公司，才能具备专业和快速的电声新产品设计能力、才能适应市场的快速转变，也才能把握这次国际产业转移的机遇。

（二）广州国光具有新环境中的制胜优势

作为中国企业，广州国光的生产成本低，较之其他欠发达地区的制造商而言，仍具有非常明显的成本优势。据测算，与马来西亚同类厂商相比，公司的产品成本仍然低 15%。另外，广州国光具备技术领先优势：第一，公司是国内唯一一家能够生产高品质音响（单价万元以上）的厂家；第二，公司能为全球音响系统领导厂家 harman 贴牌生产欧美市场的奢侈品牌 infiniy 音响系统，具备高档音响产品代工经验；第三，广州国光掌握了高品质音响的核心技术。从全球 ODM 市场的竞争格局来看，公司的强项是声学部分，公司依托近 50 年行业经验的积累，可以说在全球 ODM 市场中竞争力突出；而公司在电子部分相对较弱，但电子部分人才和技术市场相对开放，而声学部分的市场相对封闭，所以，从竞争力改善空间看，电子部分竞争实力的增强会比声学部分竞争实力的增强容易得多。

正是由于广州国光具备了技术方面的整体优势，使公司较国内其他同行能够更容易地达到专业和快速的电声新产品设计能力，从而才能适应市场的快速转变，把握这次国际产业转移的机遇。

对广州国光未来代工战略的思考：

（1）扬声器及音响系统最终品质取决于其声音品质，而对于声音品质的把握和判断，是永远无法通过机器设备实现的，唯有通过人工为之。这也就意味着，公司所在的电声行业是一个基于技术的劳动密集型行业，也就是人才密集型行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业，这很类似于中兴和华为的网络设备行业，中国拥有大量的低成本人才，发展这类行业具有先天优势。

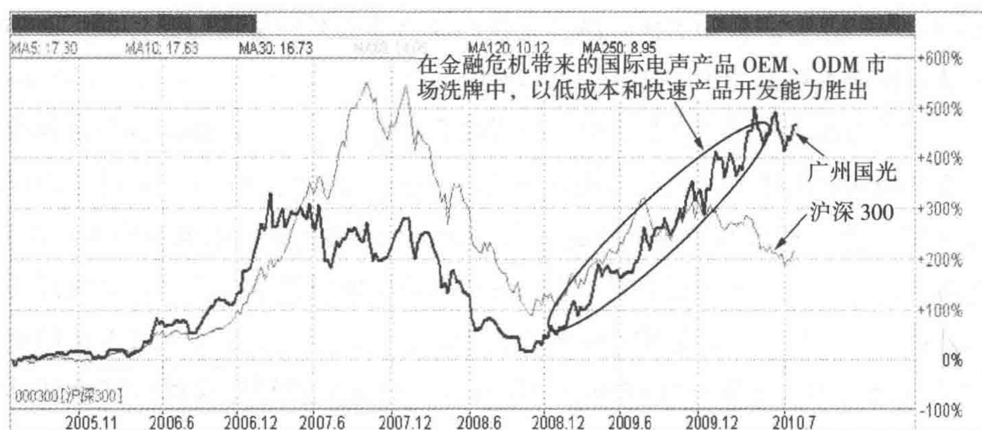


图 3-45　广州国光

(2) 电声行业是一个对研发能力、品牌实力、团队协作能力要求较高的行业，需要有很强的整体实力，因此是不可轻易复制的，具有一定的行业门槛。但是，如果从代工的角度看，从事的仅是微笑曲线底端的环节，环节单一，在知识易于扩散和人员易于流动的情况下，进入门槛不高，竞争对手相对容易赶超。同时，人才密集型行业与普通劳动密集型行业不同，在代工的战略下，由于人才的稀缺性，规模不容易持续提高。

(3) 发展中国家的人才密集型行业比较理想的成长模式是发展自有品牌，以先发优势带起品牌优势以筑高行业壁垒，从而会聚更多的人才以提高规模和附加值，获得持续的发展优势。

九、行业洗牌型投资机会风险提示

行业洗牌胜出者遇到行业需求大幅萎缩则股价难敌大盘大跌。

行业洗牌—危机的受益者—Google—行业洗牌型投资机会仍需量化综合考虑。

所谓危机其实只是外部经营环境的一种巨变，所以“危”本身也是相对的，对于那种自身竞争能力不适应新的外部经营环境的企业来说是“危”，但对于那种自身竞争能力能够适应新的外部经营环境的企业来说就是“机”了。所以严格来说，危机只是促使行业市场格局重新被划定的一种催化剂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年第一季度和第二季度，美国的在线广告开支都有所下降，这是自 2003 年以来首次出现的连续两个季度下降，但搜索广告却发展势头良好。2008 年上半年，付费搜索广告占在线广告的比重达到了 44%，同比增长了 3%。

分析原因，由于经济危机，不少广告客户手头都有点拮据，开始对广告方式有所思考和选择了。在线广告主要分为两类，一类是显示广告（如雅虎在显示广告上投入比重较大），是以某个时间段的广告来付费的；另一类是搜索广告，则是在点击的时候才付费。显然，搜索广告的性价比更可观测，给人的感觉更可靠、更实惠。随着广告开支预算的进一步减少，广告客户开始涌向搜索广告市场，而 Google 在美国搜索广告市场占有 70%以上的市场份额。

其实，显示广告客户向搜索广告的转移是一直存在的，只不过以前速度比较缓慢，而在经济危机的背景下，速度开始加快。这种现象就是我们所说的“事件促进趋势加速”。

尽管广告行业洗牌使公司市场份额大增，但整体经济滑坡，整体广告市场急剧缩小，加之股市大跌，2008 年 Google 股价依然有较大幅度的下跌。

Google 在 2008 年前三季度的利润同比增幅都在 20%以上，但第四季度开始同比下滑。

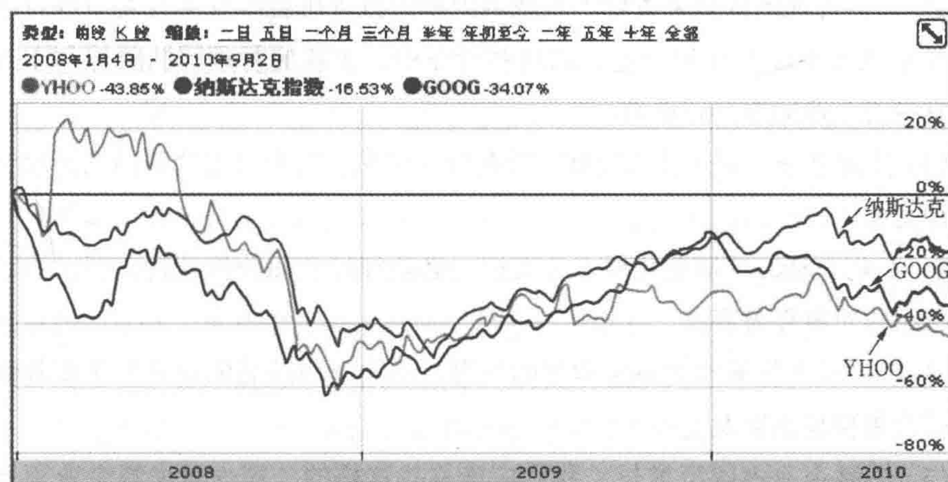


图 3-46 对比

从图 3-46 可以看出，2008 年初到 2010 年 9 月初，Google 股价下跌了 34%，而以在线广告为主的 Yahoo 则下跌了 43.85%。Google 股价跌幅大于大盘源于 Google 股价前期在高成长的支撑下涨幅过大，虽然 2008 年利润依然成长，但成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长率的下降使股价崩塌。

第四节 企业内因型投资机会（业绩驱动型之三）

企业内因型投资机会是指在外部经营环境没有太多改变的情况下，一种核心能力的形成和自然扩张。如独占性技术、具有优势且外界难以复制的盈利模式、优秀经营者卓越的市场判断能力或者技术突破、盈利模式优化、管理改善、营销模式改进等。

（1）分析要点：

1）准确把握企业成长根源。企业内因型的投资机会在公司层面上主要表现为公司已形成的核心优势在现有的外部经营环境下表现出强烈的成长和扩张能力，在积极进取的管理团队带领下，企业快速成长。这类投资机会要求我们能够准确分析出公司的成长根源所在，并据此对公司的成长周期、成长节奏、成长极限有个判断。核心能力+积极进取的管理团队+既定的扩张战略+可行的扩展模式，这四项缺一不可。

2）公司管理团队至关重要。企业内因型的投资机会多发生在竞争性行业或者说是市场集中度不高的行业，在这些行业中，企业的管理团队就像列车的车头，掌握着企业的方向和动力。

（2）注意事项：对于技术突破、盈利模式优化、管理改善这类内因型投资机会要注意：

1）变化太难，预期变化要十分谨慎，必须经过全面分析才行，但已有趋势的维持则相对可靠得多。

2）单个技术突破作为重大利好的参考性不大，因随后的竞争对手跟随性技术突破会很快超预期发生。

（3）图解企业内因型增长。我们应该寻找这样的公司——优势企业正反馈效应。

在越来越多的行业中，竞争的焦点集中在市场认同度方面。赢得市场认同主要涉及三方面内容：①赢得客户认同；②赢得投资者认同；③赢得人才的认同。

较早获得客户认同而成为市场领先者，人们不仅会购买其产品，还会向其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费者和客户推荐，从而使领先者获得螺旋式增长的竞争优势。

获得客户认同后，企业的收益会不断增长，从而吸引更多的投资者关注。这种效应会延伸到职业市场领域，企业的股权激励也变得更加有吸引力，企业在行业中的标杆效应也吸引着优秀人才的加盟，雇员流动率将随着企业前景的明朗而下降。

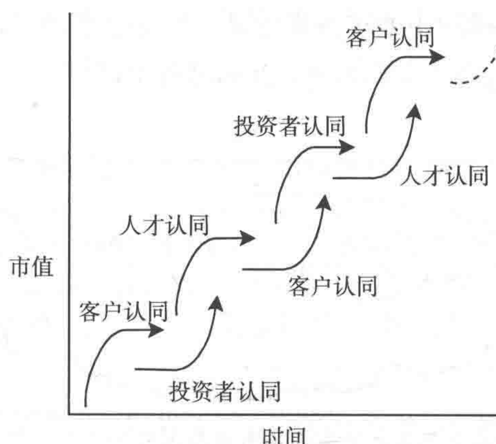


图 3-47 企业内因型增长—优势企业正反馈效应—市场认同

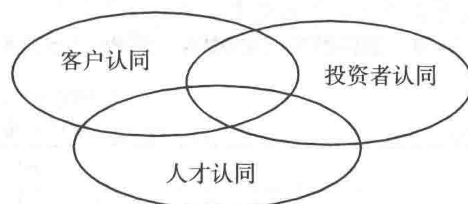


图 3-48 认同

当各种资源都向早期胜出公司身上集中时，企业所获得的各种优势将实现互补，“堆积”效应便开始了，增长就像滚雪球一样。这种趋势不断得到强化，企业的能量、士气、生产率和竞争表现都将会大大提高，很快企业的一切即变得不可同日而语了。客户认同、投资者认同、人才认同相互强化，增长的轮回不断重复。不超过 5 年，金牌获得者的价值将是银牌获得者的数倍。

一、驱动业绩增长的双引擎——外延式扩张+内生性增长

安琪酵母（600298）增长根源分析：

（一）持续增长的动力——公司扩张战略

一直以来，安琪酵母走的是一条规模扩张、收入增长的路径，以自己投建新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厂、滚动发展为主，以收购整合为辅，布局全国东西南北中，整合全国各地生产资源。

2001 年，公司酵母产量 1.08 万吨，经过产能不断扩张，2008 年公司酵母产量达 5.3 万吨，加上酵母衍生品的产量合计达到 6 万吨，年复合增长率达到 25.5%。2009 年，随着伊犁、崇左的扩建工程完工，产能进入集中释放期，总产能达到 9.16 万吨。公司的中期扩张规划是，用 2~3 年的时间，将产能扩大到 13 万~14 万吨，其中还包括到海外去建立新的酵母工厂。

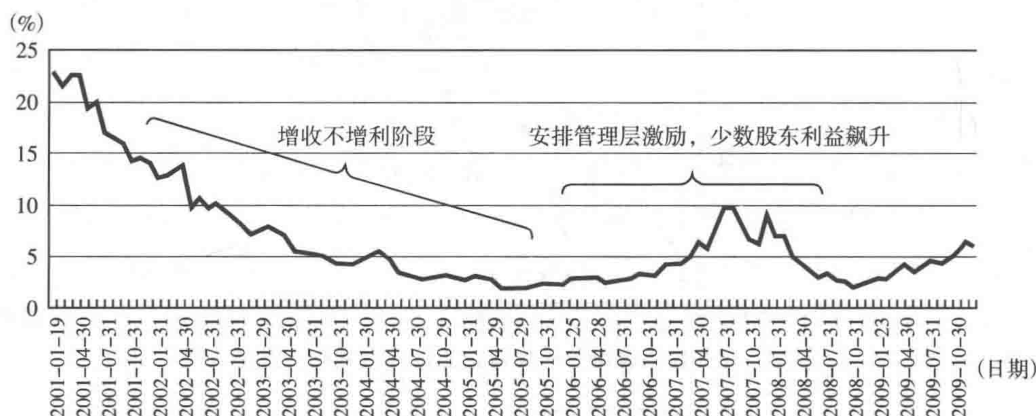


图 3-49 安琪酵母（600298）之 PS（市销率）



图 3-50 安琪酵母（600298）之 PE（市盈率）

（二）能够实现持续扩张的原因

（1）2000 年以后国内酵母市场以每年 15%~20%的速度快速发展。

（2）公司能以低成本和快速度在异地建厂扩能，而且公司具有一套完整的培训体系。公司这种复制生产模式的能力是其得以持续成长的核心竞争优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）注重为客户提供全方位多元化的后续服务支持，加强与终端用户的互动。

（4）有一流的销售队伍，稳定的销售渠道。2006 年起，公司开始对经销商实行专营制度，进一步提高营销质量和效率，具有排他性，有效实现了对国内流通渠道的近乎垄断性的占有，降低了市场波动风险，也保证了业务的不断增长。

（5）环保成本的压力和消费升级使中小规模的酵母企业逐渐丧失生存基础。环保成本具有比较明显的规模优势，规模越小单位产品环保成本越高；中低档次的酵母市场秩序混乱，而酵母本来总价不高，随着消费升级，品牌产品的市场竞争力越来越强。

（6）缺乏势均力敌的竞争对手。目前，国内酵母行业能与公司构成竞争的只有英联马利集团和乐斯福两家合资公司，其中英联马利集团在国内有 5 家分公司，产能为 2.4 万吨左右，估计年实际销量不到 2 万吨。乐斯福在 2001 年全资收购了安徽明光酵母厂，目前具有产能 3000 吨，年销量达到 8000 吨左右（部分从国外进口）。

三家公司相比较之下，乐斯福的生产规模相对较小，虽然英联马利系列公司生产规模合起来不小，但对中国境内各子公司的整合能力差，各子公司各自为政，规模优势并不明显，甚至还产生内部竞争。因此，安琪酵母在国内酵母行业中占有不可取代的龙头地位。

（7）进入门槛越来越高。酵母制造技术壁垒很高，酵母生产制造过程中包括菌种培育、繁殖等过程技术复杂，目前全球酵母生产企业中自身拥有菌种的企业屈指可数，在国内仅有安琪酵母具备独立育种的能力。此外，酵母生产工艺中的

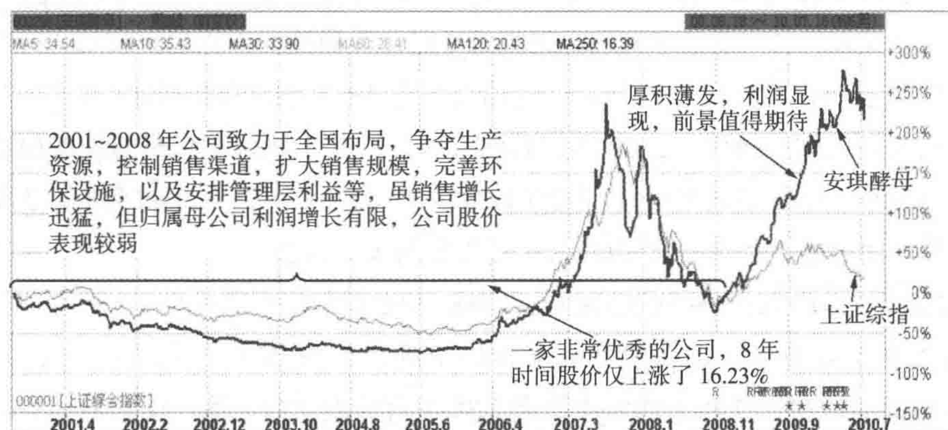


图 3-51 安琪酵母

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清洁工艺、发酵过程的流加量曲线和温度曲线的控制等非专利技术以及对熟练技术工人的要求等均对新进入者构成了技术壁垒。新进入者短期内（3~5 年）对酵母的生产制造过程难以掌握，加之安琪酵母自 2006 年以来对国内流通渠道近乎垄断性的控制，使新进者市场难以打开，近年来国内外众多企业尝试进入酵母制造行业，均以失败告终。

从 2001 年初到 2008 年底，安琪酵母销售收入从 2000 年报的 1.84 亿元增长到 2008 年报的 13.11 亿元，销售收入年复合增长率为 27.82%；净利润从 2000 年的 4154 万元增长到 2008 年报的 1.43 亿元，年复合增长率为 16.71%。

实际上，从 2006 年开始，代表管理层利益的少数股东权益开始飙升，如果扣除这部分，归属母公司股东的净利润从 2000 年的 4154 万元增加到 2008 年底的 1.045 亿元，8 年间年复合增长率仅为 12.22%。

2001 年初至 2008 年底，安琪酵母股价仅上涨 16.23%，同期上证指数下跌 12.19%。在各种问题得到有效解决，利益安排到位后，公司内生性增长发力，2009 年公司净利润得以翻番，公司股价全年上涨了 181.25%，而同期上证指数上涨了 79.98%。

二、具备时间壁垒的竞争优势推动公司超长期持续稳健增长

张裕 A（000869）自 2001 年以来没有增发和配股过，但销售收入从 1994 年的 2.45 亿元连续增长了 15 年达到 2009 年的 42 亿元，增长了 16 倍，年均复合增长率达到 20.86%。张裕的净利润从 1994 年的 4371 万元增长到 2009 年的 11.36 亿元，增长了 25 倍，年均复合增长率达到 24.26%。

无论是销售收入还是净利润，张裕始终以一种稳健的步伐起伏波动式持续增长，很难有明显的阶段性划分。中间的波折有 1995 年的利润滑坡，2001~2002 年的销售收入增长停滞，2002 年的利润滑坡，这些小波折对张裕的长期稳健增长影响很小，但因造成张裕 A 股价阶段性弱势（2001 年初至 2003 年底，3 年间公司股价明显弱于大盘），所以成为市场很好的买入机会。

2002~2009 年，张裕葡萄酒的毛利率从 58.8%增长到 73.97%，7 年平均每年提高 2.17 个百分点。葡萄酒在业务构成中的比例由 2002 年的 64.45%提高到 2009 年的 80.73%，7 年平均每年提高 2.33 个百分点。白兰地、保健酒和香槟酒虽销售收入绝对金额逐年有所增长，但所占比例日渐萎缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长根源分析：

（1）行业持续增长，2000~2007 年葡萄酒行业年复合增长率为 18.57%，2005 年以后，中国葡萄酒行业再次进入快速发展阶段。

（2）把握行业制胜关键，高度重视并拥有强大的渠道优势，持续不断增加投入和改进营销机制。我国葡萄酒行业处于成长期前半段，葡萄酒消费理念不成熟，消费者对葡萄酒质量分辨率较低，销售渠道建设成为葡萄酒生产厂商在行业竞争中制胜的关键。而张裕建立起三级营销体系，将市场建设到乡镇一级，在全国以 38 家销售分公司下辖 350 家经销处，1400 多名销售人员负责维护全国 3900 多名经销商，营销体系远远领先于同行。同行要建立类似的营销体系，需要长期持续的巨额资金投入和长期持续的人员筛选与磨合，短时间内难以做到（竞争优势具有明显的时间壁垒）。

（3）产品线全，便于公司根据市场需求变化灵活调整产品结构，应对市场变化以立于不败之地。2001 年，中国葡萄酒市场进入了结构性调整阶段，产品结构发生了较大变化，低档葡萄酒的销售量大幅下降，市场竞争日趋激烈；而高档葡萄酒市场稳步增长，市场前景看好。张裕公司发挥产品线全的优势，加快产品结构调整步伐，继续坚持以高档品种为主的发展策略，加大新产品的开发和市场推广力度，利用两年时间完成了产品结构向高端的转型，弥补了低档葡萄酒销量下降的缺口，企业销量和利润重回升势。

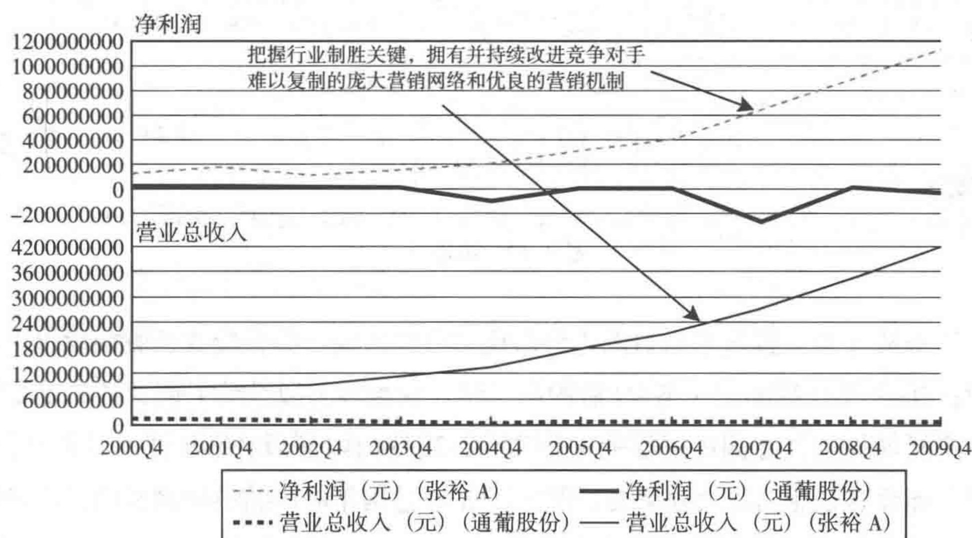


图 3-52 营收状况对比

资料来源：Wind 资讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综合以上分析可以看出，只要中国葡萄酒行业大的游戏规则没有改变，张裕A的竞争优势就将继续保持。

表 3-1 发展过程

张裕A指标＼年份	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
销售收入同比增长率（%）	21.6	26.49	25.97	20.11	34.81	18.17	22.02	4.77	1.42	38.69	10.81	45	24.35	5.15	22.6
净利润同比增长率（%）	26.01	40.75	61.12	26.3	53.03	34.96	35.97	-35.2	34.65	51.67	16.14	29.94	51.26	45.27	-36.31
净资产收益率-摊薄（%）	37.1	35.17	28.52	22.09	16.89	11.73	9.65	7.86	13	10.2	16.1	15.4	12	21.37	31



图 3-53 张裕 A

从张裕A与大盘基准指数的走势对比中可以发现一些长线成长股的股价走势规律：2003年是我国加入WTO后的第二年，葡萄酒关税继续下调，进口葡萄酒数量不断增加，加之国内厂家的竞相加入，致使国内葡萄酒市场竞争日趋激烈，大部分葡萄酒企业利润大幅滑坡。但张裕A经过两年的产品结构调整后，已经逐步走出低谷，销售和利润都取得了较高的增长，已经回到了长期增长的轨道上。尽管如此，市场还是对其恢复成长的确定性疑心重重，其股价还是受行业状况所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拖累，2003 年全年涨幅弱于上证综合指数 15.32 点。2004 年，尽管葡萄酒行业状况并未有大的改观，张裕 A 2004 年的实际增长速度较 2003 年还是稍微有所下降，但 2003 年年报的推出以及后续的连续业绩增长打消了投资者对其回归成长轨道的疑虑，张裕 A 股价在 2004 年大幅跑赢上证综合指数 63.69%。随后的 2005 年大幅跑赢大盘 88.09%。

尽管 2006 年是张裕 A 业绩增长的一个相对低谷，但几年来持续的业绩增长以及葡萄酒行业整体转好，使投资者对张裕的乐观情绪达到一个高峰，2006 年全年，张裕 A 跑赢大盘 144.47%。由于前期股价透支了业绩的增长，尽管 2007 年、2008 年两年张裕实现了历史上少有的高成长，但两年合计，张裕仅跑赢大盘 32%。

三、“种子效应”自然成长

公司内某个具有广阔空间的单项业务超预期持续扩张，对公司整体利润的影响存在一个“由量变到质变”的影响过程，称为“种子效应”。

中恒集团（600252）的血栓通冻干粉针于 2003 年上市，随后几年销售收入连年翻番式增长，到 2006 年销售量达到 1200 万只，销售收入约 7200 万元，这时，以 76%毛利率计算，为上市公司贡献毛利 5472 万元，也只是刚刚能够引人注意。

由于血栓通冻干粉针存在巨大的提价空间和稳健的提价趋势，产品毛利率处于稳步提升状态。2007 年，血栓通销售继续放量，销售收入同比增长 95%，达到了 1.4 亿元以上；2008 年增长 40%达到 2 亿元；2009 年主导产品注射用血栓通的销售同比增长了 90%，实现销售收入 3.8 亿元。这时再看，3.8 亿元，80%的毛利，贡献 3 亿多元的毛利润，已逐渐成为公司利润增长的主要来源，这就是一个高成长因素对公司市值总体影响的“从量变到质变”的“种子效应”。

大胆设想一下，随着未来几年 1.2 亿支产能的形成和释放，在提价效应的带动下，如能达到 20 亿元的销售金额和 85%的毛利率，仅一个“注射用血栓通”就可以为公司贡献毛利 17 亿元，将成为支撑公司市值的定海神针。这就是牛股的“种子效应”的释放威力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

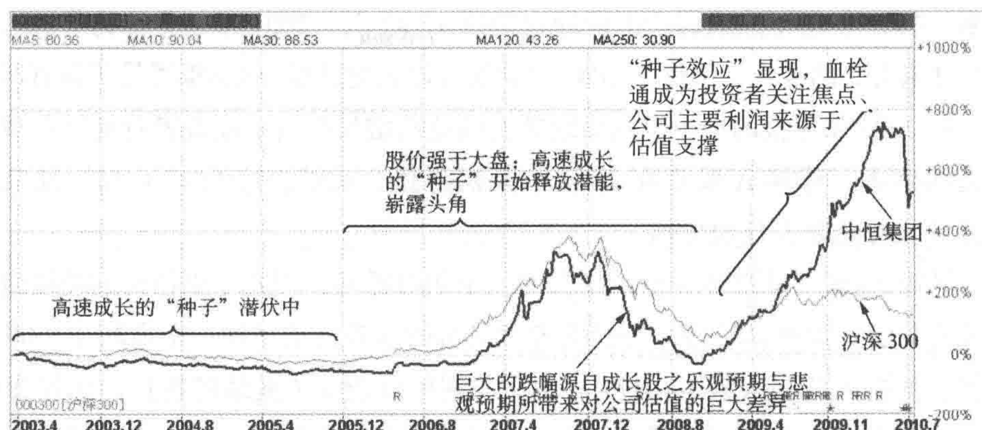


图 3-54 中恒集团

2003 年初至 2005 年底 3 年时间里，中恒集团在周线图中下跌了 56.58%，而沪深 300 仅下跌了 17.57%。高速成长的“种子”潜伏中。

2006 年初至 2008 年底 3 年时间里，中恒集团在周线图中上涨了 159.47%，同期沪深 300 周线上涨了 96.84%。高速成长的“种子”释放潜能，崭露头角。

2009 年初到 2010 年 6 月 30 日一年半时间，中恒集团周线上涨了 5 倍，同期沪深 300 周线上涨了 50.53%。高速成长的“种子”成为投资者关注的焦点和上市公司主要的利润来源。

第五节 关注度提高型投资机会（估值驱动型之一）

关注度以及未来预期变化是影响股价的重要原因。某种情势将造成投资者的注意力在一定阶段里向某一领域高度集中，从而带动相关股票估值的提高，由此带来了一种投资机会称为“关注度提高型投资机会”。

关注度提高型投资机会不属于严格意义上的价值投资，因此很可能为价值投资信徒所不齿，但关注度型投资机会是一类很大的投资机会，充分研究和利用关注度的变化谋取股价大波段波动的差价有利于大幅度提高资金的使用效率。因而，即便在专业投资机构里，关注度研究也早已登上了大雅之堂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实证：

做长线关注度变化的证券投资基金

——国联安主题驱动股票型证券投资基金

国联安主题驱动股票型证券投资基金的发行说明书上如下写道：

投资主题是影响经济发展或企业盈利前景的趋势性因素。主题发展的四个阶段：主题雏形阶段、主题形成阶段、主题繁荣阶段、主题衰退阶段。在主题的雏形阶段，对主题的关注度较低，市场反应往往不足；主题繁荣阶段，主题引起广泛关注，市场反应往往过度。这种反应不足和反应过度就带来股票定价的偏差，即主题雏形阶段，股票往往被低估，而到主题繁荣阶段，股票往往被高估。通过对主题进程的把握，利用这种定价偏差，精选主题下的相关个股，在主题雏形阶段买入，在主题繁荣阶段卖出，形成完整的主题驱动投资策略。

可见，国联安主题驱动型基金是通过主题发展的不同阶段所带来的相关股票关注度的落差寻找长线投资机会的，是着眼于关注度提高型投资机会的一只基金。

可惜的是，从后续的定期报告中，很难看到相关思路的落实，而发行说明书基本沦为口号和噱头。

一、关注度提高型投资机会理论思考之一

实用品的价值、价格形成和奢侈品的价值、价格形成机理是不一样的。实用品的价值、价格形成，符合马克思的政治经济学，即价值由劳动时间决定，价格由供求关系决定。但奢侈品的价值、价格形成不是这样的。奢侈品的价值是由审美决定的，价格是由关注度决定的。

书画、玉器、古玩等物品的价值由你的审美情趣和别人的审美情趣决定。而价格更是由人们的关注度决定的。因为人们消费的不是劳动成果，而是审美情趣，所以人们的需求程度受注意力的影响，奢侈品的价格是被注意力追捧起来的。

正因为审美情趣和注意力都是极端不确定的，在有的人眼里价值连城的东西在有的人眼里却一钱不值，此刻大家都在关注，其身价百倍，等大家一冷落，其立刻会失去价值。最典型的就是古董和艺术品，“盛世古董，乱世黄金”，正好说明奢侈品的价格形成原理。太平盛世，人们衣食无忧，温饱有余，有了剩余的财力和注意力关注古董与艺术品，于是这些东西的价格猛涨。百倍不奇怪，千倍也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正常。一旦社会不稳定或者战乱，人们注意力转移到生活必需品上，转移到安全上，这些东西就会被冷落。当然，黄金是特殊的，主要是用来保值，不算奢侈品。

大多数物品都兼有实用和奢侈的两重性，大致规律是：越高档，越受注意力影响；越低档，越受成本影响。所以现代企业往往重视营销，注意广告，注意流行趋势，如果能迎合了人们的审美，吸引了人们的眼球，往往可以获得超额的利润。反之，就可能赔钱。

现代商业界经常使用的一个词："炒作"，无论影片、作品、球星、新产品都要炒作，这正说明了奢侈品价格是由关注度决定的这个事实。不是现代人太浮躁虚伪，而是经济规律的必然性所决定的，不引起别人注意，就没有奢侈品的价格。这些产品本来就是无关紧要的东西，得到没有什么大不了，失去也不会冻死饿死。如果不是喜欢和关注，谁会去为此掏钱？

另外一个词叫导向。奢侈品的消费受媒体、政府、名人的引导作用特别大。花钱不是为温饱，那必定是为享受、为虚荣、为奢侈。对大众的这种心理进行引导，就可以制造出经济奇迹。

正因为现代商品的奢侈性在不断加强，实用性占的比例在下降，价值价格的决定因素在变化，所以一般的经济学家很难给出合理解释。

股市的道理与奢侈品的价格形成机制都是相通的，从中长线看，毫无疑问，股价取决于利润的增长，但是从中短线看，股市中没有一套恒久不变的上市公司内在价值衡量标准体系，与股市大盘相类似，个股的中短期股价取决于包括投资理念、投资风格、投资逻辑、投资心态等的投资价值取向和市场对其的关注度。

如果从中短线的角度出发研究股价，关注度、投资价值取向和上市公司未来预期就成为必然的选择。

二、关注度提高型投资机会理论思考之二

(一) 关注度提高型投资机会可以从下面两个方面进行理解

(1) 已经发展的被人关注。买卖时机是从"发展+没有信号=潜行+积累量变到质变的能量"转变为"发展+发出里程碑信号"。

(2) 将要发展的被人关注（对未来的前景更有信心——估值驱动）。买卖时机是从"尚未发展+没有信号"转变为"尚未发展+发出将要发展的信号"。

总之，关注度提高型投资机会包含了一个"信号问题"，其实信号是始终存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在的，如每季一次的定期报告，机构投资者频繁的调研活动等。而投资者的注意力在一定时间内则是有限的，所以，虽然上市公司的信号不断发出，但是在一定阶段内，这一类公司的信号强度最大，从而获得了投资者更多的注意；另一阶段，可能另一类公司的相关信号强度更大，又成为新的市场关注焦点。

这要求投资者做到，既能看到水面上的鱼（目前的市场关注焦点），也要看到水面下的鱼（如公司和市场日积月累从量变到质变的发展变化等），潜行在水下的鱼露头出水就是一个关注度提高型投资机会。

（二）我们对关注度提高型投资机会的研究分析主要着眼于以下三点

（1）关注度提高——潜力被充分挖掘（价值发现）；

（2）关注度提高——估值上升（多是由不断发展中的重大新闻事件催化，不断推进的利多利空很容易被人类的情绪所放大，推进速度越急，放大程度越高）；

（3）关注度转移——投资价值取向转变（风格、主流逻辑）（价值重估）。

我们知道，关注度本身是中性的，并不能提振股价，但是关注度可以使原有的利好充分放大。

三、关注度提高型投资机会案例

（一）1996 年绩优股行情——投资偏好转变带来股价潜力被充分挖掘（价值重估）

1996 年，伴随着降息，市盈率才 2 倍多的四川长虹被价值发现，股价从 7 元多上涨到 60 多元。由此带动了青岛海尔、春兰股份等一批绩优股进行价值回归。

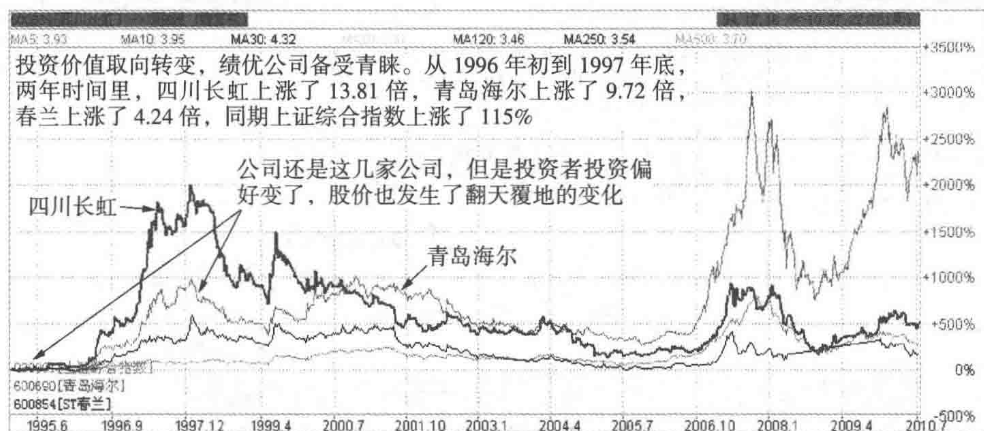


图 3–55 四川长虹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）2008~2010 年小盘股行情——投资偏好转变带来股价潜力挖掘（价值重估）

2008 年以来的经济转型使船小掉头快的中小板上市公司成为投资者关注的焦点。

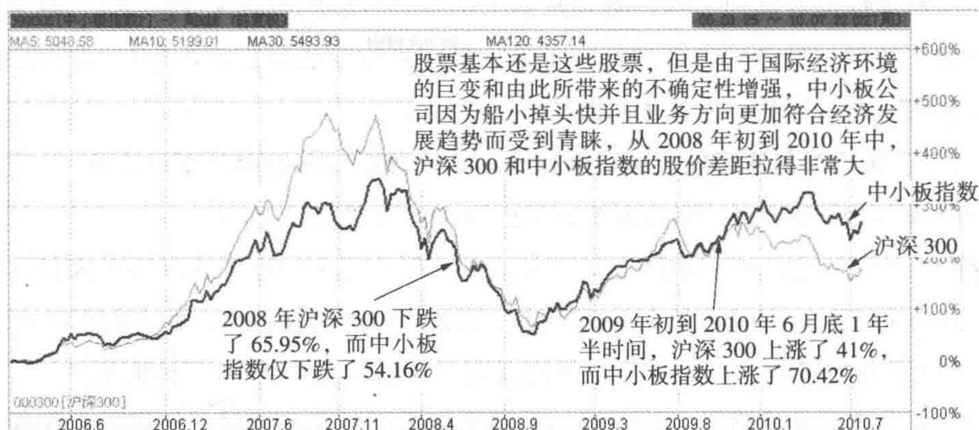


图 3-56 中小板指数

（三）关注度提高——外围股市行情引爆 1999 年网络股行情（价值发现）

1995 年 8 月，美国网景公司上市，作为一家未经过真正市场检验的全新软件公司，开盘当天市值就飙升到 22 亿元；而 1996 年 3 月 13 日微软公司正式挂牌上市，开盘价高达 25.17 美元，一年后，股价空中接力，暴涨到 90.75 美元；1996 年 4 月 26 日雅虎在纽约上市，上市价 13 美元，当天上涨 4 倍，一年半以后，已高于 110 美元。国际股市中，高科技和网络公司迅速崛起，创造了极为诱

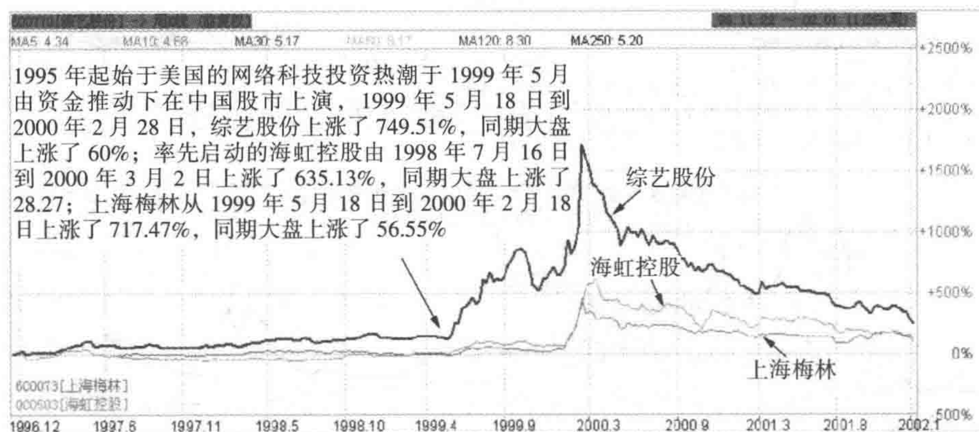


图 3-57 综艺股份（一）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的赚钱效应。在这样一种氛围下，1999 年 5 月 19 日拉开了中国版网络股行情序幕，到 2000 年以后，中国股市对高科技和网络股的追捧已经到了鸡犬升天的地步。

（四）关注度提高——海外网络股再次暴涨同样带来国内网络股行情（价值发现）

2003 年，中国的网民仅占总人口的 5.2%，而在美国，这一比例是 63.2%，尽管拥有如此巨大的增长潜力，按 2004 年盈利预期计算网易的市盈率只有 27 倍，而其美国同行 Yahoo 的市盈率则高达 74 倍（相对价值套利行情）。

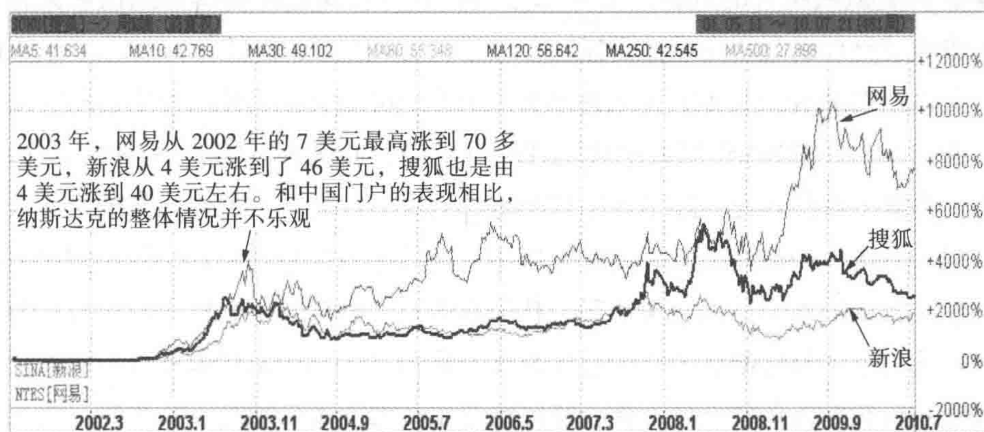


图 3-58 搜狐



图 3-59 综艺股份（二）

（五）关注提升估值——新闻媒体持续报道引发了 2004 年禽流感行情

1878 年，禽流感在意大利的首次暴发使人们开始认识这种极具杀伤力的传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

染病。此后，禽流感病毒在近两个世纪中，不断地侵袭着整个世界，特别是从20世纪90年代后期起，禽流感在欧亚大陆的暴发日趋频繁。

1997年5月香港禽流感小规模暴发，1997年12月香港禽流感全面暴发。1999年12月2日，全球禽流感大盛行。2001年5月18日，香港再度暴发了禽流感。2003年3月，荷兰暴发传播范围最广的一次禽流感。

自2003年底以来，禽流感在多个国家蔓延，从开始的越南、泰国等东南亚国家到2005年以来的罗马尼亚、土耳其等欧洲国家，甚至南美洲国家，都先后发生禽流感疫情。禽流感无论是对鸡、鸭等禽类的安全生产，还是对人类的生命安全，都会造成很大的危害。有专家警告很有可能在全球暴发大规模禽流感疫情，禽流感已经引起了全球性恐慌。

1. 从价值投资角度看，禽流感对相关上市公司的业绩推动尚处于预期阶段

禽流感病毒2003年底在全球呈现蔓延之势，此次流行的H5N1病毒是高致病性、高致死率的病毒，除了对家禽养殖业造成巨大影响，也对人类的生命安全造成极大危害；当时尚无针对H5N1病毒有效的人用预防疫苗，一般采用对症治疗和应用抗流感病毒药物奥司他韦、扎那米韦、金刚烷胺、金刚乙胺进行预防和治疗；为防止禽流感演变为人流感大暴发，我国卫生部表示将加强疫苗生产能力准备和抗流感病毒药物准备；涉及流感疫苗生产的上市公司有天坛生物、海王生物等，涉及抗流感病毒药物生产上市公司的有普洛康裕、东北制药等；此时禽流感对相关上市公司的业绩推动尚处于预期阶段，中牧股份和金宇集团是生产禽流感疫苗的龙头企业，疫情发展将带动其产品的市场需求。

2. 如图3-60所示，从股价走势来看，相关上市公司表现强劲

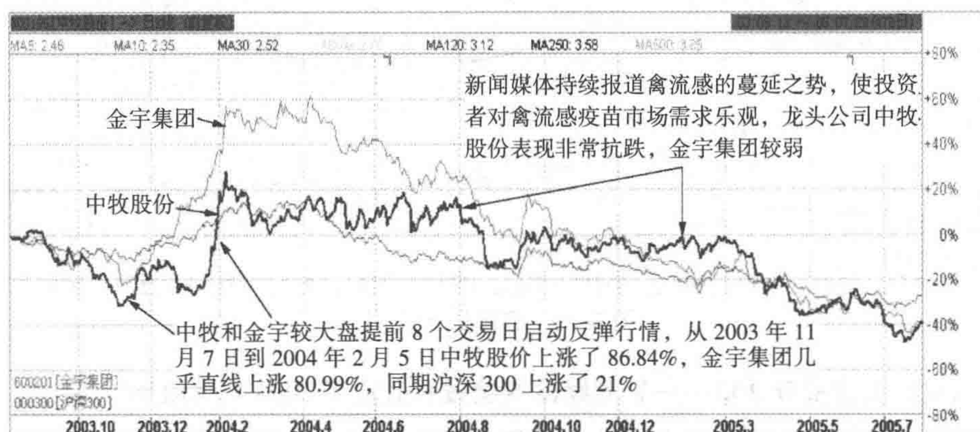


图3-60 中牧股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、关注度提高型投资机会风险提示

2004 年 12 月，具有 IPv6 题材的股票纷纷大涨。2004 年 12 月 25 日，国家发改委、教育部等八部委联合宣布，中国第一个下一代互联网示范工程（CNGI）核心网之一——CERNET 2 主干网正式开通。这是世界上规模最大的纯 IPv6 互联网。我国在 IPv6 核心技术方面获得的重大突破再次激起人们对未来信息化生存的种种想象。受此消息影响，道博股份（600136）、清华紫光（000938）等 IPv6 概念公司股价上涨幅度较大。道博股份 19 个交易日累计涨幅高达 86.1%。但实际上，由于道博股份大股东赛尔网络受教育部委托全面负责管理和运营的中国教育和科研计算机网（CERNET，下一代互联网主干网的前身）属于非营利性质，IPv6 无论从短期还是长期来看对道博股份及其大股东赛尔网络带来收入增加的空间都十分有限。清华紫光公司参股 17.24%的清华比威和清华大学计算机系合作研制成功我国第一台具有完全自主知识产权的基于 IPv6 的核心路由器；清华比威路由器当时主要市场在教育网，在 CERNET 2 中市场份额大约为 45%；但由于 CERNET 2 属于试验网性质，投资规模不大，公司在 CERNET 2 中的收益对清华紫光业绩贡献不大；长期来看清华比威成为主流电信级路由器的供应商可能性也不大。所以，道博和紫光的股价上涨可以定性为社会资金借助于"关注度提高"所带来的概念炒作行情。

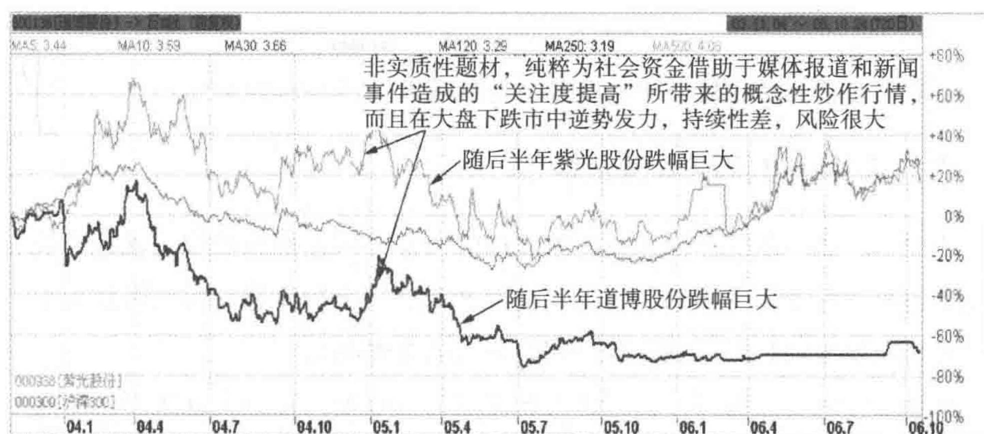


图 3-61 道博股份

注：从 2004 年 12 月 25 日到 2005 年 1 月 12 日道博股份上涨 52.75%，清华紫光上涨 13.38%，同期沪深 300 下跌 1.93%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 2005 年 1 月 12 日到 2005 年 7 月 12 日的半年里，沪深 300 下跌了 14.57%，但紫光股份下跌 38.28%，道博股份下跌了 62.98%，高位追入的投资者半年内资金损失近 2/3。

五、关注度提高型投资机会理论思考之三

实际上，作为本书基本研究方法的“正反两面”分析，本身也是基于投资者群体注意力的转移来进行的，见下文。

市场对利多、利空的反应有一定滞后性。正反两面分析适用于大类资产、投资机会、行业、个股所有领域。

利多 1……

利多 2……

利多 3……

……

利多的积累决定了股市上涨趋势的持续程度（堰塞湖）。

各种诱发因素引发投资者注意力的转移（引爆），导致个股之利多或者利空将被深度挖掘。

利空 1……

利空 2……

利空 3……

……

利空的积累决定了股市下跌趋势的持续程度（压抑的弹簧）。

六、从关注度提高看概念炒作

我们给出关于概念炒作的更简单实用的定义：所谓概念炒作，就是影响一批相关公司利润和价值的某个共同因素在发展变化，市场注意力向该因素集中，对公司未来前景预期趋于乐观，造成相关公司的股价波动。

概念炒作的要点有两个：一是市场注意力持续地向相关主题集中；二是未来前景预期越来越趋于乐观。参与概念性炒作，主要分析以上两点是否能够达到。

题材炒作能不能变成现实？如果不是因为利好由概念转化为现实的概率在提高，而仅仅是传播的广度和吸引投资关注程度方面在提高的话，那就是较为危险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的炒作了。

题材不仅仅是一种纯粹概念性的投机炒作。符合国家产业政策、具有广阔发展前景、有利于上市公司提升盈利能力的实质性题材不但可以培育出阶段热点，还可以创造可观的阶段财富效应。

除此之外，题材之所以长期受到市场青睐，即使在2002年价值投资理念兴起以后，题材投资仍不断成为阶段最大热点，这与市场投资主体的组成有着密切关系。例如，在基金出现跳跃式发展的同时，社保基金、保险基金、企业年金、QFII、民间资本等加快入市步伐，这些（入市的）资金具有不同的投资偏好，不可能全部买入业绩优良的蓝筹股。它们可能从不同角度挖掘未来的蓝筹股，这为各种题材的炒作创造了基础。

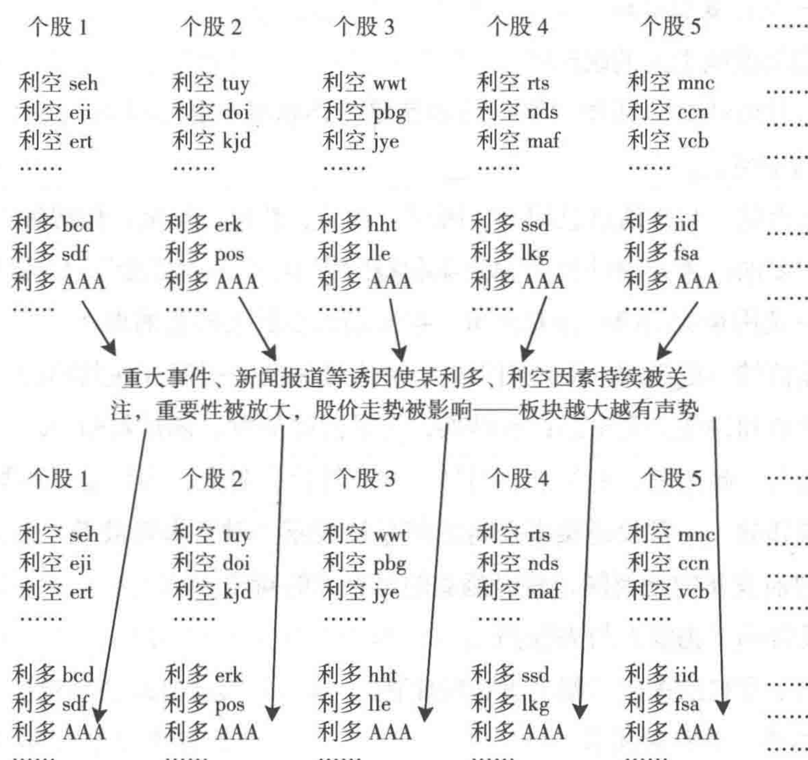


图3-62 从个股的角度看热点的影响：题材股炒作的本质

七、如何把握好关注度提高型投资机会

实体经济和资本市场每天都有大大小小各类事件发生，转移和分散着投资者的注意力，如果把精力广泛分散在众多的新闻和事件上无疑是大海捞针、得不偿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失的。信息重在质量而不在数量，我们要寻找“关注度提高型投资机会”的线索是那些能够对资本市场投资者产生广泛、强烈、持续刺激的重大新闻和重大事件。

（一）重大新闻事件

重大新闻事件对股价的影响主要为两类：

（1）从事件、新闻到关注度提高；

（2）从事件、新闻到价值取向变化。

例如，只有大地震过后，大家才会意识到住好房子的重要性（关注度提高，价值取向变化）；或随着 2001 年国际和国内电子商务概念泡沫的破灭，市场资金又纷纷站到了电子商务的对立面（关注度转移，价值取向变化）。

那么怎样筛选重大的新闻事件呢？可以分三个步骤来判断：

1. 第一步：吸引眼球

什么题材能吸引人的眼球呢？

（1）有时效性的。新闻的第一使命就是传递信息，传递受众所关心的信息，满足受众的知情欲。

（2）贴近的。与生活息息相关，医疗、食品、教育、安全、住房等。

（3）重要的。关系国计民生和公众利益的大事。“一大二公”，大是大事，某一时期某一范围最大的事；公是公事，涉及最大多数人利益的事。

（4）煽情的、刺激的。催人泪下的，令人愤怒的，引起人性共鸣的。

（5）矛盾和冲突。无论是街头吵架，还是国际战争，都是新闻。

（6）名人。政治家、科学家、明星、富豪等社会名人，都是新闻要素。

（7）未知的。正常渠道难以获得的信息被披露。对于未知世界，人类永远充满兴趣。政府发布的是新闻，政府掩盖的是更大的新闻。

（8）反常的。狗咬人与人咬狗。

（9）出乎意料的东西。幅度大、变化快。

2. 第二步：持续时间长

新闻事件对股市影响的持续时间长度主要取决于：

（1）影响的深度和广度（过滤掉昙花一现的新闻事件）；

（2）后续事件发生的频率和新闻影响力。只有后续事件同样具备新闻影响力，该新闻事件的影响力才能持久，要判断是否具有新闻价值，可以参考新闻价值五要素：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1）时新性：指新闻是新近发生并及时传播的。

2）接近性：指新闻与受众的接近程度，包括地理、利益和心理等方面的距离远近。

3）显著性：指新闻事件参与者及其业绩的知名程度。

4）重要性：指新闻内容的分量及其重要程度。

5）趣味性：指受众对新闻感兴趣的程度。

3. 第三步：新闻事件对相关企业利润影响幅度大，速度快或带来的想象空间巨大

筛选新闻事件关键应着眼于其对资本市场及相关上市公司的影响，可以广泛取材，对事件内容没有范围上的要求，可以是重大的经济、金融事件，可以是重大政策和法规的出台，可以是严重的自然灾害，甚至可以是能够引发广泛讨论的名人言论或媒体文章（如2001年初，吴敬琏的“股市赌场论”使股市的风险被更深刻地认识，导致股市整体吸引力下降）。

案例分析：

近三年来股市中持续性较好的热点题材如：稀土整合从2008年吵吵闹闹到2010年，不断有重磅新闻。LED也是新闻不断，政府扶持力度不断加强。2010年8~9月盐湖钾肥的上涨，几乎天天都有钾肥收购案的新闻。

为什么媒体对此类信息这么敏感？为什么相关上市公司股价涨幅巨大？

我们可以看到，关于钾肥、稀土整合、LED这些热点事件，不仅直接关系到相关上市公司的经营环境和竞争格局，对公司利润影响巨大和深远；同时有些事件关系国计民生，与广大人民群众的切身利益息息相关；而且多是连续剧式的新闻事件，后续事件和报道持续不断，新闻价值高，影响周期长。

（二）资本市场本身事件

资本市场本身事件对股价的影响分为以下两类：

第一，关注度提高—关注度提高的动因—关注度提高的持续性（趋势投资或由市场本身事件开始）；

第二，关注度转移—价值取向变化—价值取向变化的动因—价值取向变化的持续性（趋势投资或由市场本身事件开始，股价上涨形成自我强化效应）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本市场本身事件也分为两类：一是股价变动本身；二是行业及个股的资本运作。

从股市的角度看，关注度的提高表现为成交量放大和股价上涨。首先，寻找股价变动巨大的股票及板块，暴涨暴跌个股或板块最能吸引眼球，是资本市场自身的重大事件。其次，在资本市场中，最吸引眼球的其实始终都是“实实在在的赚钱效应”。暴涨暴跌本身是关注度变化的结果也是关注度进一步变化的起因。我们应该就股价暴涨暴跌的动因进行深入的分析，以探讨其持续性和对相关板块的扩散能力。

1. 从群体思维看股价涨跌的持续性

群体思维理论支持趋势投资，根据群体思维，股价第一阶段的暴涨和暴跌往往是股市中“意见领袖”（机构投资者或先知先觉的投资者）通过实际的买卖行动对股市后续走势给出的“明确的意见”，而“沉默的大多数”（行动迟缓的其他投资者）会通过尊重和模仿“意见领袖”的作为，从而深化行情的发展，一直持续到“意见领袖”再次给予新的方向。

2. 股价涨跌的市场号召力分析

股价上涨形成暂时的市场热点，该热点能否持续取决于该热点的市场号召力，应着眼于以下几点分析：

（1）股市状况：如当前市场呈现出热点纷呈的状况，股价上涨仅仅只是众多行业、板块短线涨跌中的一员，难以从众短线热点中突出自己，则该热点缺乏对市场关注度的竞争力，不具备市场号召力的基本条件，难以找到可持续的理由。

（2）相关行业或板块公司利润有实质性提升：股价上涨的动因符合国家产业政策、具有广阔发展前景、有利于上市公司提升盈利能力的实质性题材可以创造可观的阶段财富效应。

（3）股价上涨的动因符合社会长期发展大趋势：股价上涨的动因，可以是关注度提高，也可以是投资者价值取向的变化，但只要这些动因是符合社会经济发展的大趋势，具有巨大的想象空间，那么股价上涨本身就可能演变为一种推动趋势短期加速的重大事件，从而诱发一轮不错的阶段性行情。

（4）股价上涨由主见性强且实力雄厚的新增资金发起：主见性强和实力雄厚的新增资金能够充当新的“意见领袖”，从而打破股市的平衡，在跟风资金的助推下，带动一轮像样的行情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）股价上涨所形成的热点板块和行业要有一定的资金容量，要能够容纳较大的资金进入，才能形成充足的市场影响力。

（6）热点要符合当时的形势：如果预后有重大利空当头，则即使形成热点也很难持续。

（7）单纯从关注度的角度，推动股价上涨的动因能够具备较大的新闻价值并且能吸引新闻媒体持续性跟踪报道。

当公司所涉及的行业和个股有资本运作时：

（1）上市公司在增发新股前通过相关的路演和形象宣传会吸引市场注意力，相关公司股价往往有所表现。

（2）某个行业 IPO 公司较多时，相关的路演和形象宣传会使该行业上市公司股价有所表现。

案例：

大型 IPO：由大型投行机构推动的资本市场注意力转移

2006 年 10 月 27 日，中国工商银行在香港的成功上市增加了国际资本市场对中国金融业的关注。工商银行股票在中国内地和香港同步上市，筹集了近220亿美元的资金，成为全球有史以来筹资规模最大的一次股票发行。工行沪港两地同步上市开创了中国公司海内外同步上市的先河，吸引了全球投资者的目光。为了申购中国工商银行股票，投资者在香港联交所排起了长龙。吸引如此众多资金的捧场确实值得关注。工行的成功发行无论对中国银行业来说还是对国际资本市场来说都是一次里程碑式的事件。同时，工行的成功上市转移了国际资本对印度证券市场的注意力，一些国际资本甚至从印度等其他发展中国家市场上撤出，转而进入中国香港和内地证券市场。这推动了中国股市进一步上涨。

第六节　事件驱动型投资机会（估值驱动型之二）

作为普通投资者，平时我们买入股票主要有两个原因：一是押宝一个利好事件的发生或后续影响，这属于本章节将要介绍的事件驱动型投资机会；二是认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与同类公司相比目标股票被低估，这属于下一章节将要介绍的相对价值套利型投资机会。

事件驱动型投资机会分为事件前后套利型和事件后续影响型两种，这两者之间的界线模糊没有严格的区分，其中最有效果的投资机会是偶然大事件后续影响带来的高概率后续事件（次生事件）的前后套利型投资机会。也就是说，偶然大事件中有些后续影响范围大且深远的，可能会带来一些后续事件的发生或者一些趋势的加速或者一些趋势的改变，作为投资者，可以通过深入地分析后续事件发生的概率及其对标的资产价格的影响，提前介入等待，待事件发生后择机退出，利用后续事件发生前后投资标的价格的不同而进行套利。

事件驱动型投资机会可分为以下几种：

（1）事件的价值——真实改变相关上市公司的价值。

（2）事件的价值——引导市场注意力，提高相关上市公司的估值。

（3）事件的价值——为一种投资价值的诉求提供借口和时间窗口。

（4）事件的价值——提供买入时机。

事件驱动型策略的原则并不是按照一般的行业或公司内在价值挖掘等传统的方法进行选股，而是将驱动经济或产业或公司未来发展趋势的某个因素作为“主题”，特别是依据某些重大事件或某种预期，如国家产业政策、重大区域事件、公司重组、收购、兼并活动等进行投资机会的挖掘，从而引发投资热点。

这类投资不关注公司的财务报表和股票的绝对价值，只关注重大事件对市场的影响力，对股民的感召力以及对国民经济的影响（如奥运主题）。

（1）对于提高关注度和乐观预期的事件驱动型投资机会，我们的策略是寻找感召力强的、具有实质利好的事件驱动型机会。

长处：投资者如果预计准确，可以在短期内获得巨大的收益。

短处：①事件驱动型投资策略通过研究决定由上市公司价值的单个因素的变化来决定投资，对投资标的真实价值考虑不全面，本身属于博概率，需要以多品种组合取胜，对单一事件和单一股票绝不能重仓。②需要投资者时刻关注市场，离市场很近，准确快速地获得信息即短、平、快。③需要准确的市场判断，事件驱动型投资依靠该事件的感召力，如果只有少数人看好，就不可能获利，甚至亏损。

（2）对于真实提高上市公司价值的事件驱动型投资机会，我们的策略是跟踪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究，大胆设想，小心求证，确定事件所诱发的次生事件及其对相关上市公司影响的程度。

长处：上市公司价值的提升使股价上涨具备坚实的基础，投资风险小。

短处：属于长线投资，事件真实改变相关上市公司的价值需要相当长的一段时间并且存在较大的不确定性，需要持续的跟踪调研。

（3）事件驱动型投资机会还可按内外环境、政策分为以下两种：①事件类型——宏观大事件；②事件类型——微观大事件。

所谓宏观大事件，主要是国家宏观经济和政策发生的重大改变，这些政策面和宏观面的变动能对整个股票市场产生非常大的影响，从而对个股造成较大影响。但是遵循这个思路，国家宏观经济、产业政策、行业政策等变动首先作用于的是国家的“核心资产”，核心资产落实到实处就是行业的龙头，也就是说，对宏观事件的分析，最终的落脚点是行业龙头，最开始的介入点是宏观事件本身。

以 2008 年农业股这波行情为例，CPI 的连续上涨，年初的大雪灾，这个大事件属于宏观大事件，其作用的对象是整个股票市场，但是程度、先后次序上却有分别，首先作用到的必然是受惠于农产品涨幅最大的行业龙头而且是上游企业，其次才会到普通股票，那么遵循这个思路，对宏观事件的分析和对行业龙头的分析恰如其分地结合起来，就构成了从宏观大事件选股的核心条件。

微观大事件主要是个体上市公司发生重大变化由此引起公司乌鸦变凤凰或者锦上添花，比如集团公司资产注入、整体上市、上市公司募投项目的投产、重大合同的签订等，就是微观大事件。



图 3-63　事件驱动型投资机会

一、把握好事件驱动型投资机会的技巧

事件驱动型投资，就是通过分析重大事件发生前后对投资标的影响不同而进行的套利。投资者一般需要估算事件发生的概率及其对标的资产价格的影响，并提前介入等待事件的发生，然后择机退出。

做好事件驱动型投资机会的要点是，投资者不要为琐事所影响，而是要牢牢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盯住那些能够产生重大影响的事件。

事件驱动型投资机会的分析要领如下：

第一，事件发生的概率；

第二，对标的资产价格的影响。

（一）确定的事件——未来事件日历

通过广泛的信息渠道，搜集未来N年内符合上述目标线索的事件，整理成日历的形式，利用确定性信息尽量模拟未来投资环境。

在做未来事件日历时，一定要选择与上市公司利润和市场注意力有关的事件，包括重大法律法规政策的颁布、实施和生效，重大国际国内会议，重大活动，甚至各种信息系统中的股市日历，各个行业的淡旺季等。

做完这一步之后，看着自己整理的资料，投资者马上感觉心里有底了。

确定性事件属于预期内，在有效市场理论下已经被市场走势消化，时间窗口内对标的资产价格影响的程度较小，其投资机会在于两点：

（1）“注意力由专业机构向社会大众的扩散”，这样一个过程可能是顺势拉高，也可能是趁高出货，要看当时的市场氛围了。

（2）由于种种原因导致市场前期对该事件的利多利空程度反应不足时，确定的日历事件将提供一个可以参考的时间窗口。

（二）关联性事件——押宝大概率次生事件

不去预测不能确定的东西，多去求证和储备可以确定的联系及规律，以求能够在最早的时间把握变化的发生，并根据过往的研究和调研储备做出正确的反应。在形势明朗的第一时刻快速反应，宁可牺牲部分利润做投资的先锋而不做投资的先驱是一种稳健的投资策略。

也就是说，我们可以把小概率发生的影响深远的大事件作为自变量，不去预测其发生的可能性。而把直接影响股价的因素（不同市场环境下会不同，最底线是利润的持续增长）作为我们押宝的因变量，长期积累事物之间的发生的关联性，大事件发生后，在第一时间锁定确定性或大概率关联的链式反应，通过新闻跟踪观察，确定后续次生事件发生的概率进行事件驱动性投资。

确定性的联系：

上升到理论层面，就是必要条件和充分条件的概念。

平时，我们要多积累一些能够形成充分条件的事件或趋势之间的联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

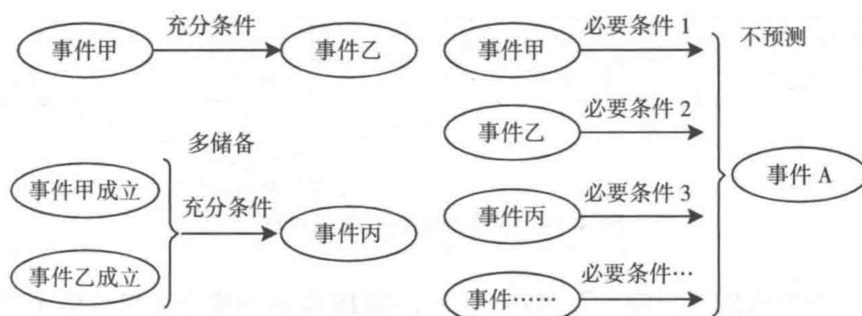


图 6-64 联系

做好不确定事件的事件驱动型投资机会需要做到：大胆设想、小心求证、分析、推理、跟踪。对待一个事件驱动型投资机会，在时间上一定要打出足够的提前量。在事件发生前，投资者必须根据相关线索进行大胆预测，并进行了详细资料的搜集、整理分析和推断，对事件的发生及进程做到心中有数，不能等股价已经开始大幅上涨时以理所当然的个人臆想而进行投资，以股价上涨作为利好将会发生的证据是投资者亏钱的主要原因之一。

另外，不是所有的事件驱动型投资机会都值得我们去把握，只有那些符合经济和行业的长期发展趋势，事件的出现导致趋势的加速或不合理趋势的逆转的投资机会，安全性才高。也就是说，我们要“以趋势为背景，以事件为突破口”，放弃掉孤立的事件，或者与大趋势逆行的事件。

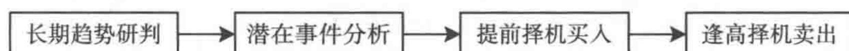


图 3-65 “事件驱动型交易策略”实战流程

二、真实提高上市公司价值的事件驱动型投资机会案例

（一）罗杰斯所讲述的一桩投资案例

1974 年，新的阿以战争爆发，美式装备在战场上吃了亏（绝对的重大事件），于是，罗杰斯的眼光落到了国防军事股洛克希德的身上。他以 2 美元的价位买入，等到下一次的战争美式武器大出风头的时候，由于国家几年内在国防军事上的投入，该股已涨到了 120 美元。

投资逻辑过程如图 3-66 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

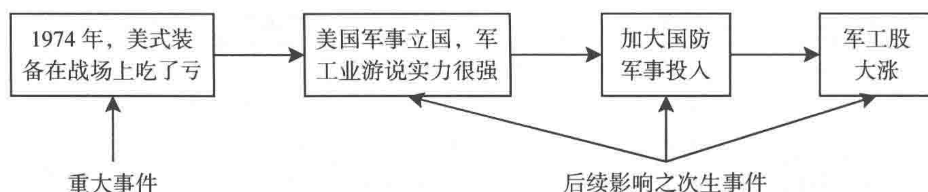


图 3-66 罗杰斯的投资逻辑过程

（二）斯诺登的“棱镜门”事件使 2013~2016 年网络安全领域牛股不断

棱镜门事件回顾：2013 年 6 月 6 日，英国《卫报》和美国《华盛顿邮报》率先披露美情报机构一个代号为“棱镜”的秘密监听项目。美防务承包商前雇员斯诺登随后披露自己“告密者”身份，遭美国政府通缉。斯诺登后来前往俄罗斯申请避难，获得俄罗斯政府批准。此后不断披露的消息显示，美情报机构窃听范围遍及全球，甚至包括盟友政要和民众。

“棱镜门”对于中国是一次震撼教育，棱镜门的意义在于内部人员通过数据和案例揭示了美国对于全球监控的深度和广度。美国凭借其在全球 IT 和互联网产业的绝对话语权，在国家间信息对抗中形成了较为明显的优势，使得没有自主 IT 产品和互联网厂商的国家对美国的监控无可奈何。信息基础设施的安全性不仅会影响到信息安全，未来还会进一步影响产业经济安全和国家安全。

股市反应：影响深远和强烈的重大事件，其后续影响（各种政策性、群众性、商业性应对措施的出台）在长时间内发酵，催生出众多长线大牛股。

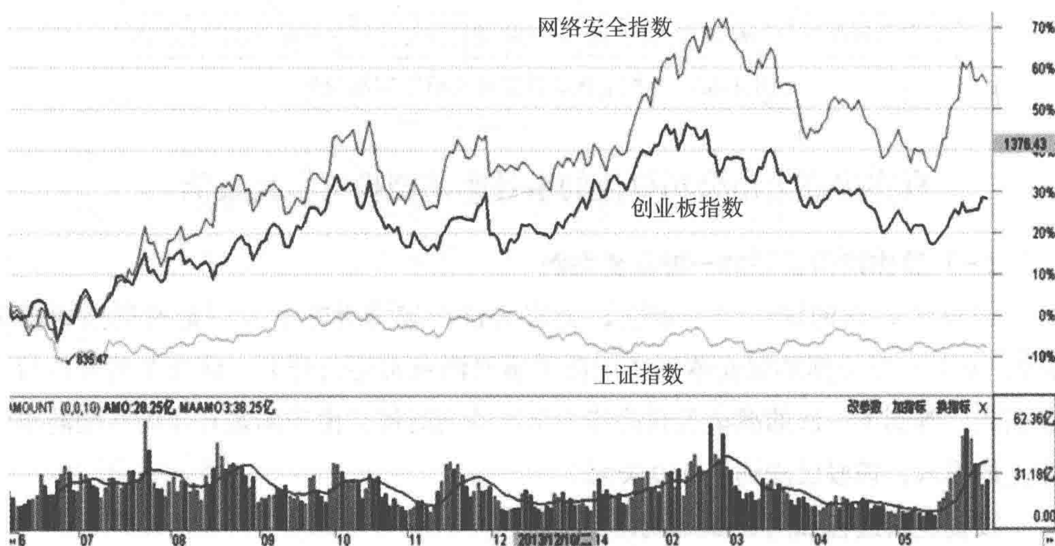


图 3-67 网络安全指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但棱境门事件对网络安全行业产生了深远和强烈的影响，以此为背景，牛股不断。

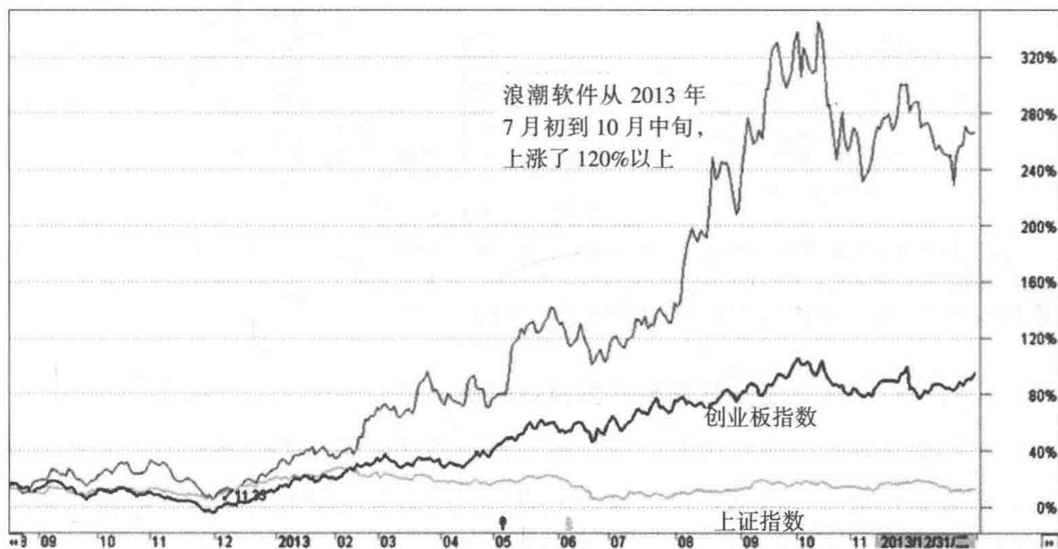


图 3–68 浪潮软件

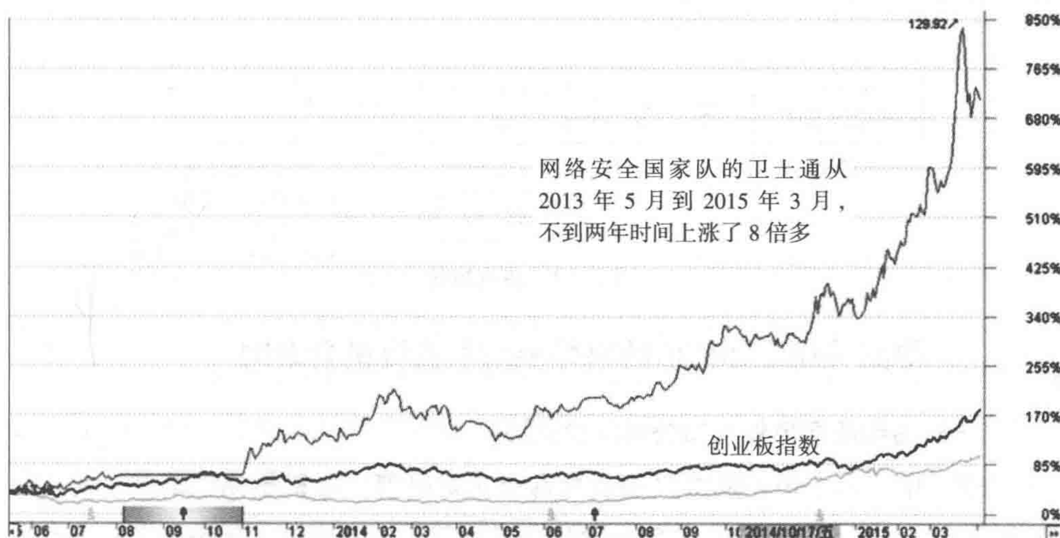


图 3–69 卫士通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

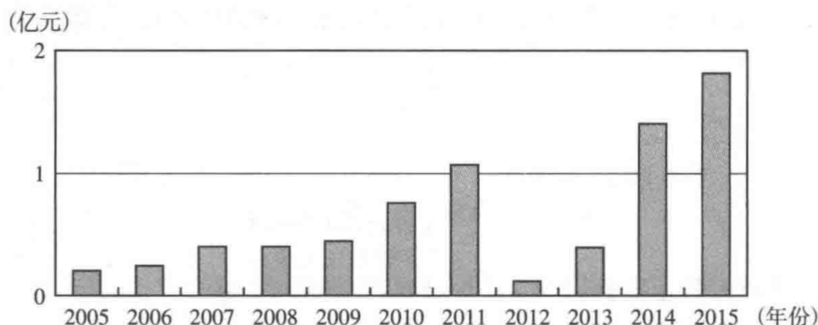


图 3-70 利润总额

注：卫士通利润增速在 2013 年底部反转之后，回归到正常的增速轨道，股价飙升主要来自于估值的提高，而估值的提高来自于信息安全战略地位的不断提高。在相当程度上，棱镜门就是主要催化剂。还有任子行、美亚柏科、启明星辰、绿盟科技等都是这样的牛股。

（三）从 2008 年三聚氰胺事件到伊利股份大涨

从影响深远的大事件出发，跟踪研究新闻事件，演绎次生事件的发生从而推导、跟踪、把握事件驱动型投资机会是非常有意义和有价值的事情，远比在涨停板和龙头股之中博弈要实在得多。从历年私募冠军的投资记录看，“埋伏”多是他们投资成功的关键。

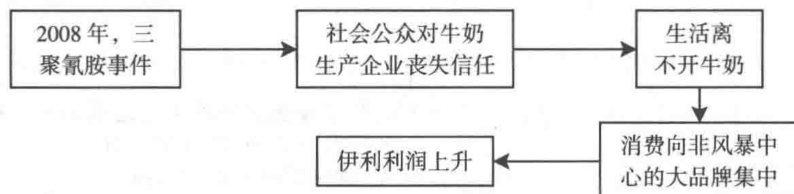


图 3-71 伊利股份

三、提高关注度和估值的事件驱动型投资机会案例

（一）血铅超标事件与铅公司股价大涨

2009 年 8 月中旬，陕西凤翔县长青镇儿童出现“血铅超标”事件，有数百名儿童发现血铅超标；随后在河南也出现类似情况。一时间，铅冶炼公司面临巨大的舆论压力，政府随后下令关闭了陕西东岭集团的铅冶炼厂，同时对全国近 40 家铅冶炼公司实施停产整顿，涉及产能 40 万吨以上，占全国电铅产能的 10% 左右。

事件导致市场担忧铅供给紧张，国内外铅价大幅上涨。LME 铅价由 8 月 20 日的 1820 美元/吨大幅反弹至 9 月 9 日的 2405 美元/吨，反弹幅度高达 32.14%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远远强于其他有色金属；国内长江市场铅现货价也由 8 月 20 日的 13525 元/吨反弹至 9 月 9 日的 16450 元/吨，反弹幅度高达 21.63%。

中金岭南没有受到停产整顿的影响，但豫光金铅关闭了其 30 万吨产能中的 6 万~7 万吨产能进行环境评估。

从长期看，因为铅的有毒特性使铅冶炼的环保要求越来越严格，环保设施不达标的企业将被淘汰。中金岭南的烟尘回收装置在国内乃至国际上都是领先的，回收率很高，大大高于国家标准。而豫光金铅则是国内最大的铅生产企业。无论近期所受冲击大小，两家公司在行业长期洗牌中处于相对优势地位。面对“血铅超标”事件的影响，两家公司的股价都表现为超越大盘的强势上涨为主。

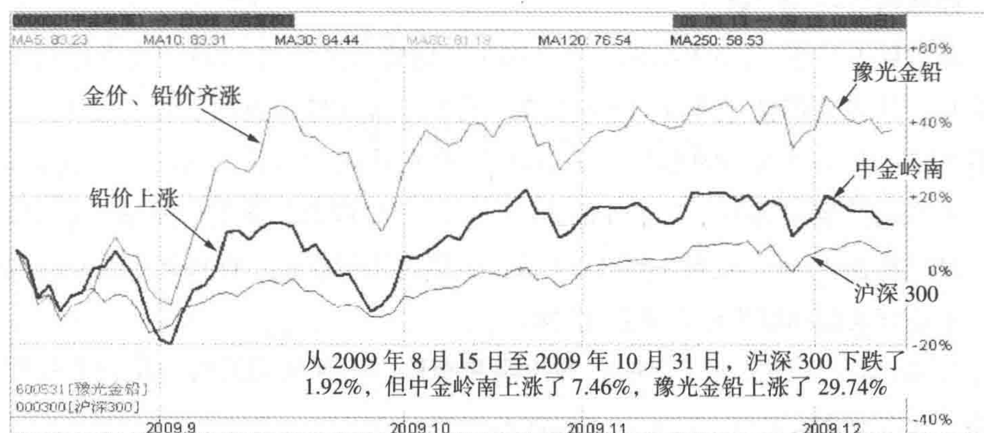


图 3-72 中金岭南

有色类上市公司的业绩主要受产品价格影响，而铅价的涨跌牵涉到国际国内非常复杂的影响因素，且不说血铅事件能多大程度上推动铅冶炼的环保整治，即便是国内环保整治真的能够从此长期持续下去，对铅价的影响也是长期和缓慢的。本事件中，豫光金铅和中金岭南的阶段性强势更多的是由于“血铅”作为一个影响很大的社会事件，不断的新闻报道使具备环保优势的公司受到了更多的关注从而抬高了其估值，其上涨空间很大程度上取决于当时的市场氛围，市场越理性，该类短期上涨空间越小。

（二）2012 年的毒胶囊事件

在中国，每年空心胶囊的使用量达 2000 亿粒，市场规模约 30 亿元。

2012 年 4 月 15 日，央视每周质量报告播出《胶囊里的秘密》，曝光河北一些企业，用生石灰处理皮革废料，熬制成工业明胶，卖给绍兴新昌一些企业制成药

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用胶囊，最终流入药品企业，进入患者腹中。经检测，修正药业等 9 家药厂 13 个批次药品所用胶囊重金属铬含量超标，最高超标 90 倍。事件一度惊动卫生部及公安机关。“毒胶囊”事件就此引爆。

波及企业：

4 月 16 日，通化金马宣布召回清热通淋胶囊部分批号产品。

4 月 19 日，修正药业表示已经停止羚羊感冒胶囊销售，全面召回并封存该批次产品。

5 月 28 日，白云山 A、通化金马、西南合成、华润三九等药企因涉嫌铬超标被深交所紧急停牌。

处理结果：

药监局 5 月 26 日通报结果，对全国生产胶囊剂药品的 1993 家企业进行了抽样检验，其抽验胶囊剂药品 11561 批次，合格产品 10892 批次，占 94.2%，铬含量超标的不合格产品 669 批次，占 5.8%。存在铬超标药品问题的生产企业 254 家，占全部胶囊剂药品生产企业的 12.7%。已立案调查胶囊剂药品生产企业 236 家，停产整顿 42 家，查封生产线 84 条；吊销药用胶囊生产许可证 7 家；移送公安机关处理明胶和胶囊生产企业 13 家。

“毒胶囊”事件造成了对明胶的抢购和囤积，不到两周的时间里，明胶价格上涨了 30%~40%。

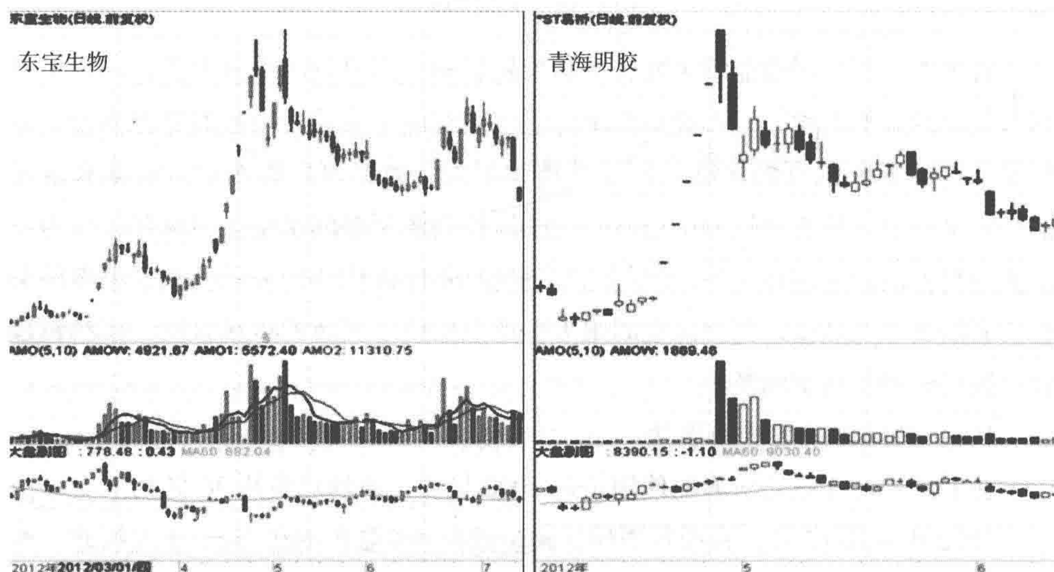


图 3–73 青海明胶、东宝生物五涨停受益毒胶囊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“毒胶囊”事件的影响持续发酵，虽然青海明胶一季报不如意，但截至 4 月 23 日收盘，青海明胶已经连续走出 5 个涨停板，累计涨超 60%，报收 8.73 元。股东宝生物也连续 5 个涨停，4 月 23 日报收 39.15 元（股市背景是 2012 年事件性炒作成风。即使如此，从炒作节奏上看，“毒胶囊”事件仅走出一波上涨行情就结束了）。

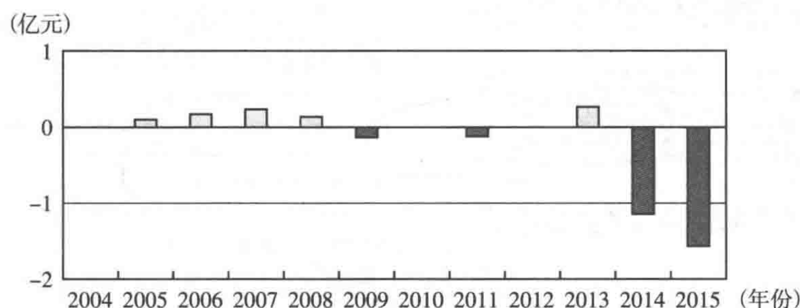


图 3–74 归属于母公司股东的净利润

“毒胶囊”事件，严格地说应该称为“毒胶囊曝光”事件，因为事件本身无法从根本上解决产生毒胶囊问题的社会和法制根源，甚至不能有效改善它，因此，对青海明胶的利润影响短暂而有限，对公司长期投资价值基本没影响，仅为短期事件型投资机会，事件性上涨在全世界股市也都存在。

（三）2010~2011 年中国百年大旱事件驱动型投资机会的逐渐成形

（1）2009 年秋季至 2010 年 5 月，西南 5 省出现了百年一遇的大旱（策略：西南旱灾并不必然导致水利投资的剧增，水利行情不确定）。

（2）从 2010 年 10 月到 2011 年 1 月，4 个月没有降一滴雨，山东全省大部旱情超 50 年一遇（策略：山东大旱并不必然导致水利投资剧增，水利行情不确定）。

（3）从 2010 年末到 2011 年初，出现了持续几个月、严重的“南冻北旱”现象。

（四）罗牛山（000735）、ST 罗顿（600209）因海南旅游岛政策股价翻番

2010 年 1 月 4 日，中国政府网公布《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，伴随“免签证、零关税、放航权”三大旅游开放政策，国家将在资金安排、财政和相关政策方面给予支持。同时，据相关消息，海南“国际旅游岛”未来两个月内即将获批。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历年中央农村工作会议

中央政府门户网站 www.gov.cn 2009年10月27日 10时15分 来源：新华社

【字体：大 中 小】 打印本页 关闭窗口

时间	主要内容
2012年12月21日至22日	系统总结2012年和过去10年农业农村发展成就，深刻分析"三农"工作面临的新形势新挑战，重点研究加快发展现代农业、进一步增强农村发展活力，全面部署当前和今后一个时期的农业农村工作。>>>
2011年12月27日至28日	中共中央政治局常委、国务院总理温家宝出席会议并讲话。他在讲话中系统回顾总结了党的十六大以来农业农村发展取得的巨大成就，阐述了在推进工业化城镇化进程中继续做好"三农"工作需要把握好的若干重大问题，对做好明年农业农村工作提出了要求。>>>
2010年12月21日至22日	系统总结2010年农业农村工作，科学谋划"十二五"时期农业农村发展，重点研究加快水利改革发展问题，全面部署2011年农业农村工作。>>> 水利行情确定！
2009年12月27日至28日	总结2009年农业农村工作，重点研究加大统筹城乡发展力度、进一步夯实农业农村发展基础的政策措施，全面部署2010年的农业农村工作。>>>
2008年12月27日至28日	总结2008年农业农村工作，分析当前农业农村形势，研究促进农业稳定发展、农民持续增收的政策措施，部署2009年的农业农村工作。>>>

"中央一号文"历年回顾：

中央一号文件原指中共中央每年发的第一份文件，现在已经成为中共中央重视农村问题的专有名词。中共中央在1982年至1986年连续五年发布以农业、农村和农民为主题的中央一号文件，对农村改革和农业发展作出具体部署。2004年至2016年又连续十三年发布以"三农"（农业、农村、农民）为主题的中央一号文件，强调了"三农"问题在中国的社会主义现代化时期"重中之重"的地位。

2015年：关于加大改革创新力度 加快农业现代化建设的若干意见

2014年 关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见

2013年：关于加快发展现代农业，进一步增强农村发展活力的若干意见

2012年：关于加快推进农业科技创新 持续增强农产品供给保障能力的若干意见

2011年：关于加快水利改革发展的决定 策略：看不到后续事件催化，短期寻机卖出！

2010年：关于加大统筹城乡发展力度 进一步夯实农业农村发展基础的若干意见

2009年：关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见

2008年：关于切实加强农业基础设施建设 进一步促进农业发展农民增收的若干意见

2007年：关于积极发展现代农业 扎实推进社会主义新农村建设的若干意见

2006年：关于推进社会主义新农村建设的若干意见

2005年：关于进一步加强农村工作 提高农业综合生产能力若干政策的意见

历年中央一号文件多在一月底二月初发布

图 3-75 旱情

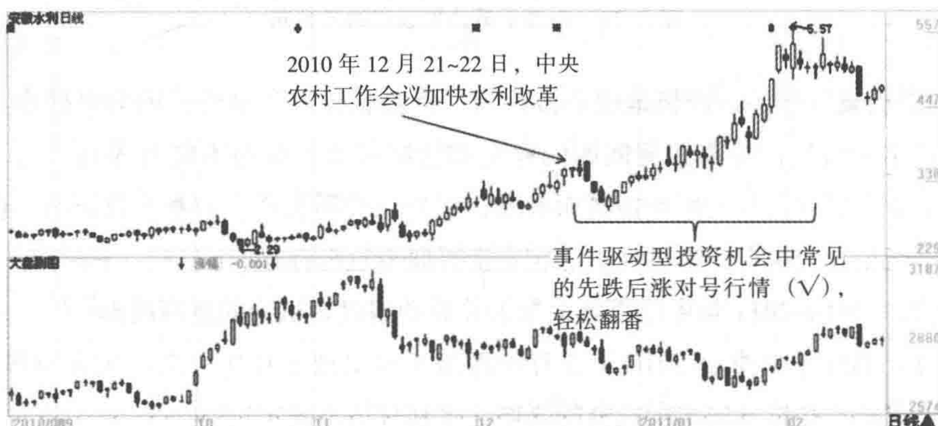


图 3-76 安徽水利日线

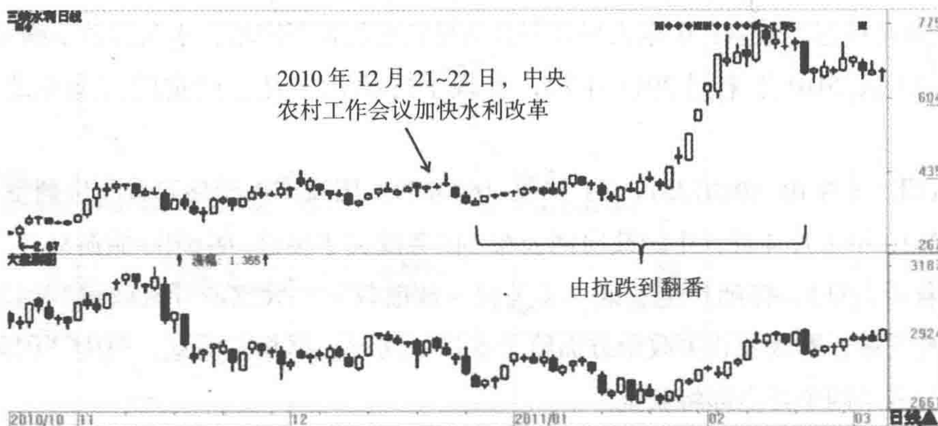


图 3-77 三峡水利日线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回顾以往同类的区域规划，天津滨海新区曾在半年内创造房价翻番的奇迹，重庆的城乡统筹实验区也曾造就半个月内房价增幅破千的神话，地产类上市公司历来都是最先的受益者。

罗牛山（000735）拥有的自有土地1万多亩中近2000亩可供商用开发，历史成本较低，未来有望为公司带来较为丰厚的收益。

包含酒店业务的罗顿发展（600209），其最大亮点是拥有五星级涉外旅游饭店——金海岸罗顿大酒店，成为受海南国际旅游岛直接影响的最大受益者。

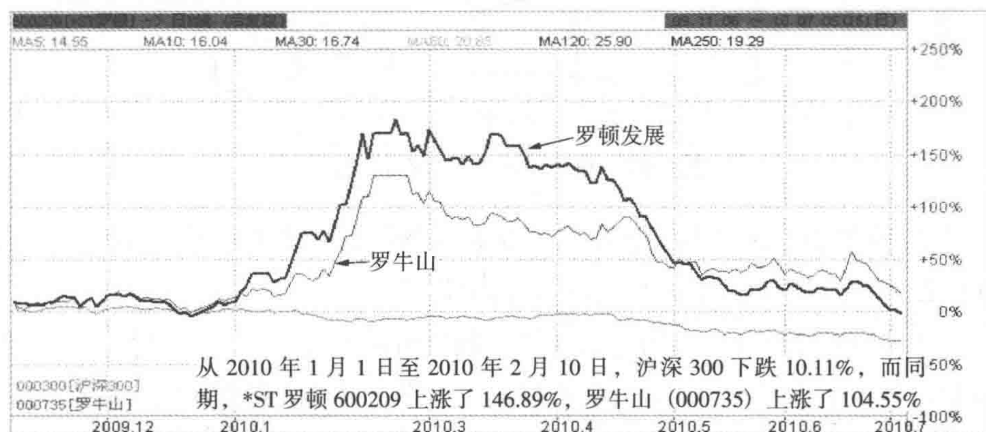


图3-78 *ST罗顿

（五）从新疆乌鲁木齐“7·5”事件到“受益区域振兴规划新疆板块受资金追捧”

2009年8月1日至2010年9月20日，全部A股加权平均价从10.69元下降到8.41元，下降了21.3%，而新疆板块加权平均价却从15.98元上涨到17.02元，上涨了6.5%。

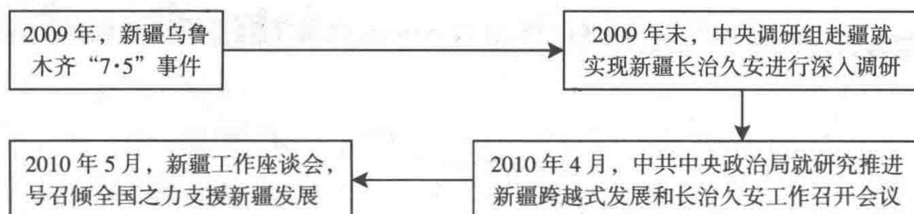


图3-79 “7·5”事件影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

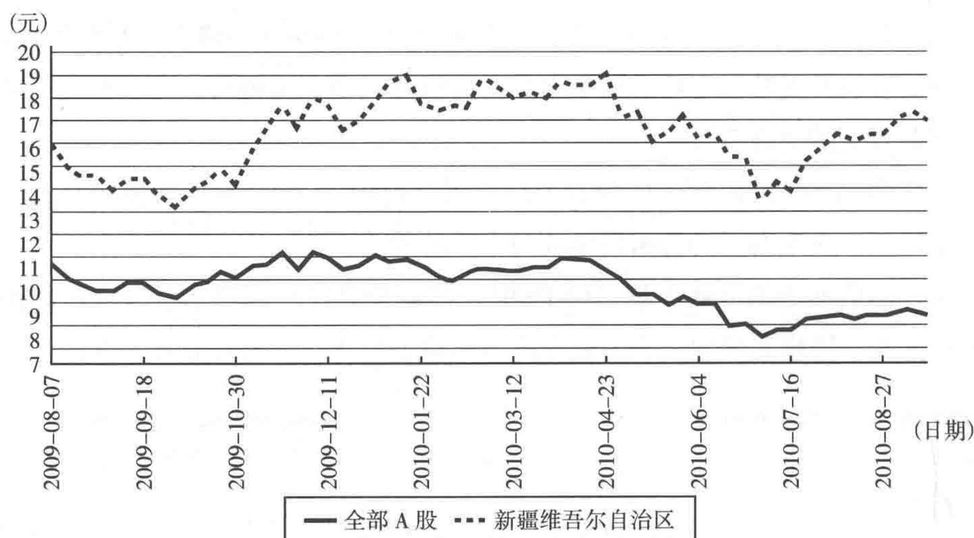


图 3-80　板块总股本加权平均价走势

从 2009 年的“7·5”事件开始，有关援疆的信息和政策就不间断出现，新疆板块的投资机会具有相当的可把握性，列举几条如下：

2009 年 11 月 5 日，由国务院组团，包括由国务院办公厅、央行、发改委、税务总局等多个部门的约 400 人赴新疆全面调研，旨在研究出台扶持新疆经济平

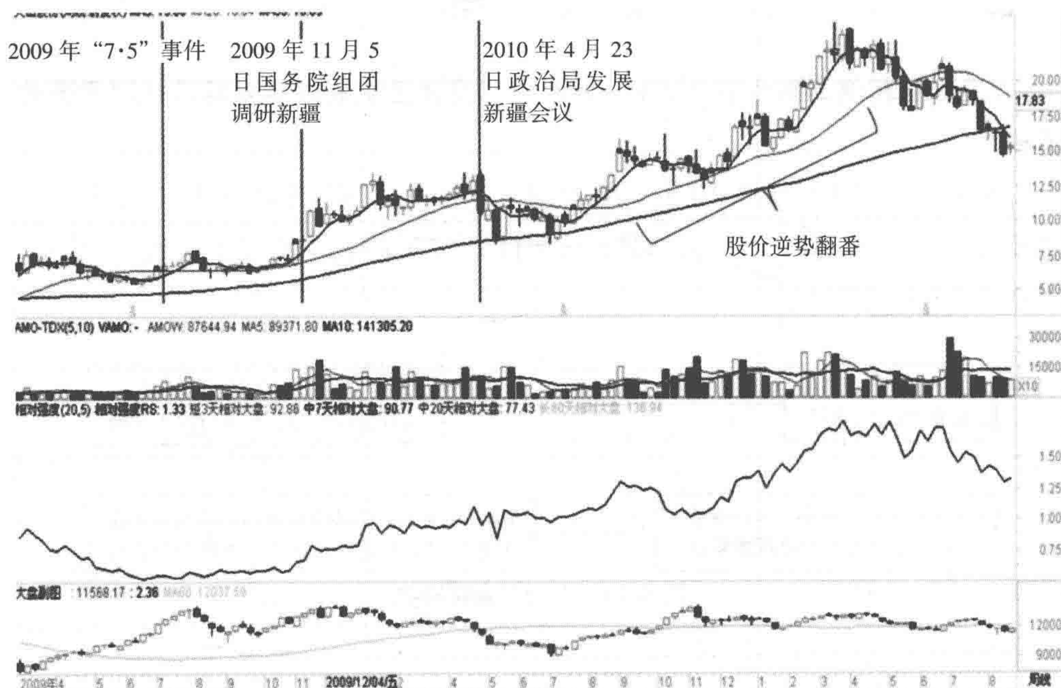


图 3-81　天山股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳发展举措，调研结束后形成报告上报国务院。国务院将于 2010 年 3 月召开“新疆经济发展专向会议”。而此次新疆区域振兴规划也会在即将于 11 月底召开的中央经济工作会议中讨论。

2010 年 4 月 23 日，中央政治局会议：把新疆经济社会发展搞上去、把新疆长治久安工作搞扎实，是具有全局和战略意义的重大而紧迫的任务。

2010 年 7 月 6 日，中央新疆工作座谈会召开不久，19 个对口援疆省市迅速落实、主动谋篇布局，国家部委率先行动、纵向牵线搭桥，大企业大集团以积极的姿态投入援疆大潮。

再看代表性股票天山股份的走势。

关注度类事件驱动型投资机会本质在于一种“不严谨的利好”在中短期内快速或爆发式释放造成的抢筹现象，冷静之后价格会大幅回调。

四、作为借口或提供时间窗口的事件驱动型投资机会案例

历史经验形成的投资价值取向——2002 年深圳市重组板块快速启动。

资产重组——持续多年的热点（深刻的政治经济背景决定的）：1997 下半年，中远（上海）置业发展有限公司控股众诚实业（600641，现名万业企业）打响了借壳上市第一枪。随后几年里，全兴酒厂收购四川制药（600779，现名水井坊），交运股份入。主钢运股份随着重组成功从而带来股价暴涨的案例越来越多，投资者对壳公司重组成功的预期越来越乐观，壳公司的股价得到大幅提高。后来的重庆华亚经过资产重组后，金融街成为第一大股东，并注入优质资产，公司一跃成为绩优蓝筹，也成为熊市中为数不多的长线牛股。

如图 3–82 所示，2002 年 2 月，深圳市政府发布加大当地上市公司重组力度通知，使重组题材再度升温。当时发生亏损、正在酝酿股权转让的深深房借重组题材率先启动，30 个交易日内，股价从 4.04 元涨到 11.6 元，涨幅高达 187.1%，并带动重组题材股整体上涨。深深宝、深宝安（000009，现名中国宝安）、深万山（000049，现名德赛电池）、深中冠等阶段涨幅都超过 50%。

其实，早在深圳市政府发布加大重组力度通知之前，在 5 年多来大量成功案例的标杆效应下，资产重组、乌鸡变凤凰的投资逻辑已经深入人心，而深圳的上市公司，上市早、资产低估、主业需转型、国资大股东，这些都是优良的壳公司特征，因此，深圳国企资产重组具有非常好的群众基础，而深圳市政府的一纸通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

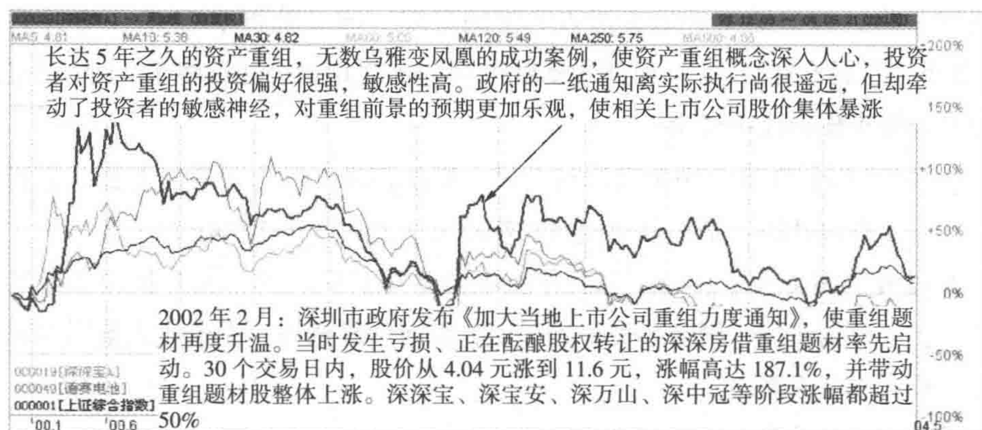


图 3–82 深深宝

告正激起了投资者积蓄已久的投资冲动。

这类事件驱动型投资机会就属于借口型事件驱动，投资策略上，该类投资机会一旦被引爆，可追高买入。

五、提供买入时机的事件

善于捡皮夹子的家伙——巴菲特购买美国运通。

刚进入20世纪90年代的时候，美国西海岸陷入严重衰退的阵痛，各家银行因为担心市场其商业和住房抵押贷款业务而惨遭抛售，当时的富国银行因为是所有加利福尼亚银行中房地产贷款最多的银行，暴跌程度尤为惨烈，短短数月内的跌幅达到50%。巴菲特则在一片风声鹤唳中大手买入，不动声色地成为富国银行最大的股东。

在巴菲特的案例中，类似的利用市场清仓大甩卖之时择机进入并不鲜见。例如，美国运通在20世纪60年代因担保问题亏掉大部分股东权益，巴菲特逆势买入；在70年代末GEICO保险决策失误造成亏损时期，逢低买入；在1973~1974年股灾期间买入《华盛顿邮报》；在1987~1988年股市大萧条期间买入可口可乐。

当一家优秀的公司暂时出现问题时，市场担心这家公司解决不了问题，盈利能力会一落千丈，于是人们纷纷抛售股票，使股价大跌。其实这个公司完全有能力解决这个短期性的问题，然后重新恢复原来的竞争能力，它会继续顺利长期经营下去。此时这只被市场抛弃的股票，就像一张被揉皱了的百元大钞，它还是具有与原来一样的长期价值。有句歌词是“阳光总在风雨后”，而巴菲特则发现：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会总在危险后。正如巴菲特说："优秀的公司暂时遇到困难，会导致这些公司的股票被错误地低估，这反而是巨大的投资机遇。"股价大跌会形成巨大的安全边际，是低价买入的良机，随着企业解决问题后恢复正常经营，市场重新认识到其长期盈利能力丝毫无损，股价将会大幅回升，让投资者大赚一笔。巴菲特深刻领悟了危机的真正含义：危机就是"危"和"机"，危险和机会往往并存。有勇气又有智慧的人，才能从危险中看到机会并抓住机会。在 GEICO 公司面临破产时，巴菲特低价买入，20 年盈利 50 倍。巴菲特几乎所有的重仓股都是在某个公司遇到重大危机的情况下低价买入的，其中一个著名的投资案例是美国运通银行。

美国运通公司成立于 1850 年，核心业务是旅游及相关服务，包括运通卡、旅行支票和旅游代理服务，占公司净收益的 70%以上；其次是财务顾问服务，管理资产 1060 亿美元，是美国最大的资产管理机构，其收入占公司总收入的 22%；其他业务如运通银行和数据处理等对公司贡献不多。

美国运通是全球历史最悠久、实力最强大的银行之一。1891 年它第一个推出了旅行支票，使人们不带一分钱就可以周游世界。1958 年它又第一个推出了信用卡，引导了一场信用卡取代现金的革命。到了 1963 年，美国运通卡已经发行 1000 多万张，运通的旅行支票也在全世界流通，就像货币一样通行无阻。当时这家银行在美国的地位有些像现在中国工商银行在中国的地位。

但美国运通后来遇到了大麻烦。一家规模很大的企业联合公司，用一批据称是色拉油的货物仓库存单作为抵押，向美国运通贷款。后来联合公司宣布破产，1963 年 11 月，美国运通调查发现，这批油罐中只有少部分装的是色拉油，而大部分是海水。美国运通遭受了重大诈骗，损失估计达 1.5 亿美元，其恶劣影响据说有可能会导致美国运通资不抵债。这个消息吓得华尔街一窝蜂地疯狂抛售美国运通的股票。1964 年初，短短一个多月，美国运通的股票股价就从 60 美元大跌到 35 美元，跌幅高达 40%。巴菲特专门走访了他的家乡奥马哈的餐馆、银行、旅行社、超级市场和药店，发现人们仍旧用美国运通的旅行支票和信用卡结账。他根据调查得出的结论与当时华尔街的普遍观点大相径庭：这场丑闻并没有打垮美国运通，美国运通的旅行支票和信用卡仍然通行全世界。在全国范围内，它拥有旅行支票市场 80%的份额，还在付费信用卡上占据主导性的市场份额。巴菲特认为，它这次遭遇巨额诈骗，只是一次暂时性损失而已，长期而言，没有任何因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素能够动摇美国运通的市场优势地位。于是，巴菲特决定大笔买入。1964 年他将自己管理的 40%的资金买入美国运通公司的股票。后来诈骗犯被抓住并被起诉，美国运通也与联合公司债权人达成和解，继续正常经营。在接下来的两年时间里，美国运通的股价上涨了 3 倍，在 5 年的时间内股价上涨了 5 倍（由 35 美元攀升到 189 美元，年复合增长率 40.11%）。

1991 年，巴菲特购买运通公司可转换优先股，1994 年转换为普通股，经随后的两次增持及拆细，至 2005 年底共持有 1.516 亿股。

美国运通作为一只超级大盘股，其长期走势稍强于大盘，并非长线大牛股，但巴菲特多次在美国运通处于低谷时期买入，使其从美国运通上赚取了较高的年回报率。

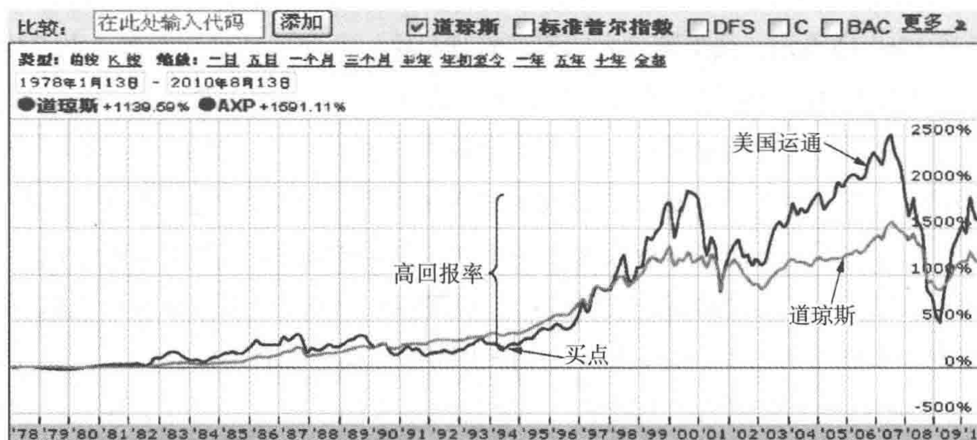


图 3-83 美国运通（1978 年 1 月 3 日至 2010 年 8 月 13 日）

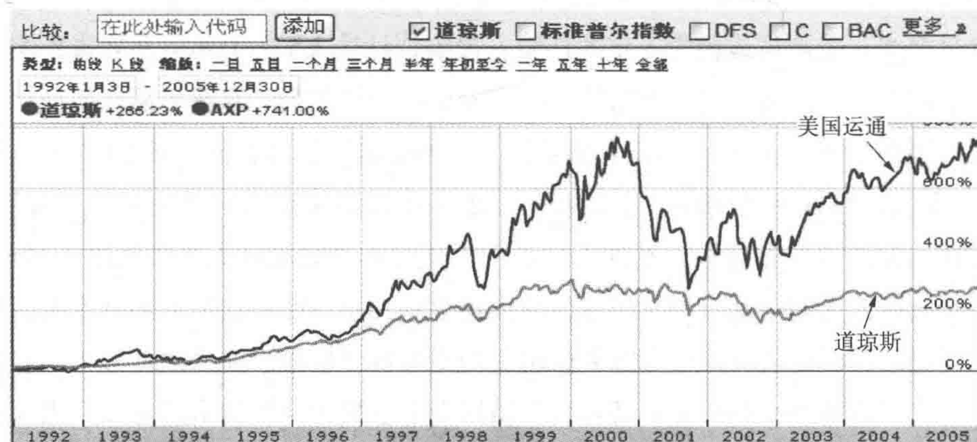


图 3-84 美国运通（1992 年 1 月 3 日至 2005 年 12 月 30 日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992 年初至 2005 年底的 14 年，美国运通上涨了 741%，不考虑美国运通每年丰厚的分红派息，单股价的年复合增长率为 16.43%。而同期道琼斯指数年复合增长率为 9.69%。

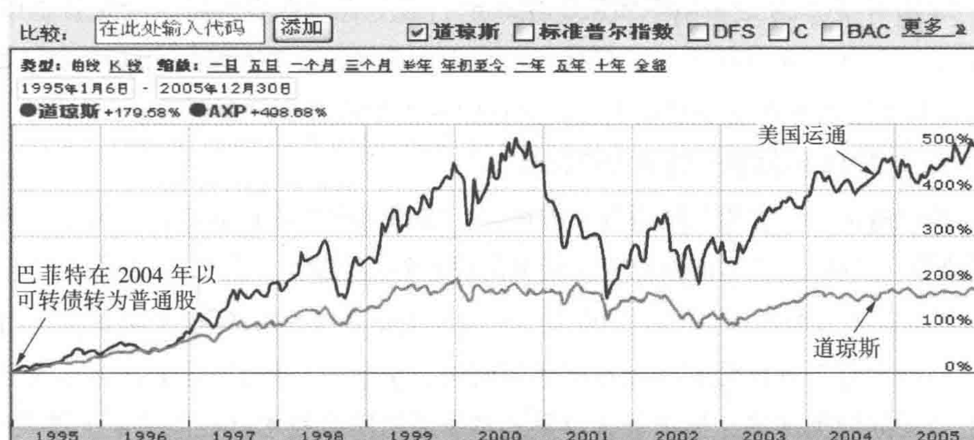


图 3-85 美国运通（1995 年 1 月 6 日至 2005 年 12 月 30 日）

1995 年初至 2000 年底，美国运通上涨了 459%，道琼斯上涨了 177%。美国运通单股价上涨的年复合增长率为 33.22%，道琼斯年复合增长率为 18.51%。

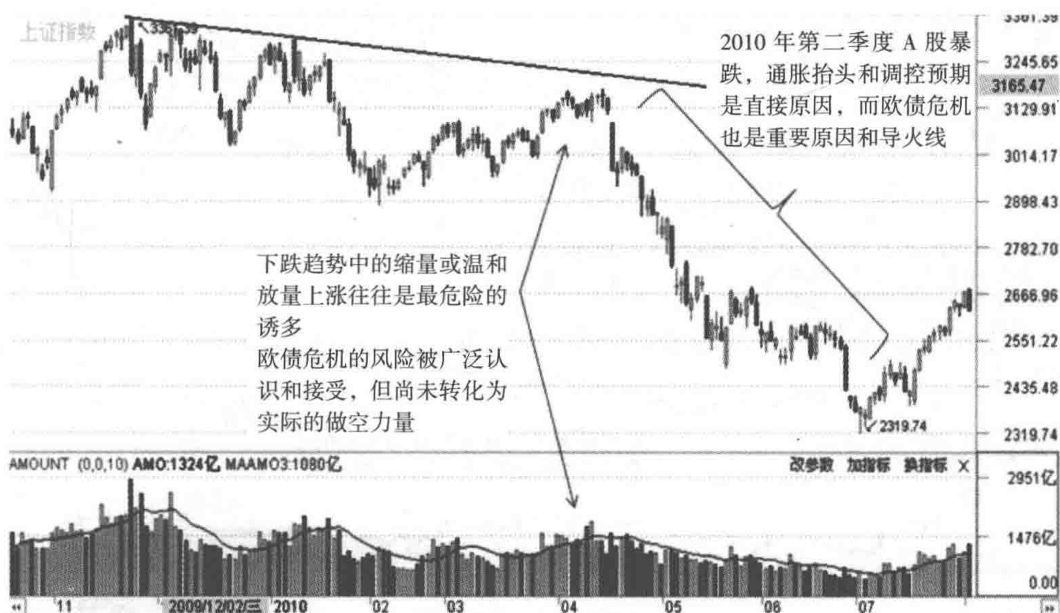


图 3-86 欧债危机对上证指数的影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



六、确定的日程中事件仍有时间窗口价值

（一）2010 年的欧债危机

2010 年 4~5 月是希腊国债集中偿还期，这早在很久以前就已经是日程中的事情了，但却在 4 月起引发主权债务危机而爆发恐慌，国际资本市场集体下跌，5 月 6 日美国道琼斯盘中暴跌千点，而且中国 A 股也受到严重影响。

（二）2016 年的量子通信投资机会

量子通信可以看作是斯诺登“棱镜门”事件的次生连锁事件，在网络安全的大主题下出现的量子通信新故事是经典的股市热点定式。

其实早在 2012 年初，以潘建伟团队为核心的技术队伍，在安徽省合肥市建成了国际上首个规模化的城域量子通信网络，节点数达到了 46 个，远远超过国际上已有的同类网络，标志着大容量的量子通信网络技术已经取得了关键突破。2013 年 3 月 15 日，中国科学技术大学教授、中国科学院院士潘建伟表示，中国计划在 2016 年发射一颗量子科学实验卫星，这个以中国为主导的卫星发射项目有望构建从北京到维也纳之间的量子通信网络。

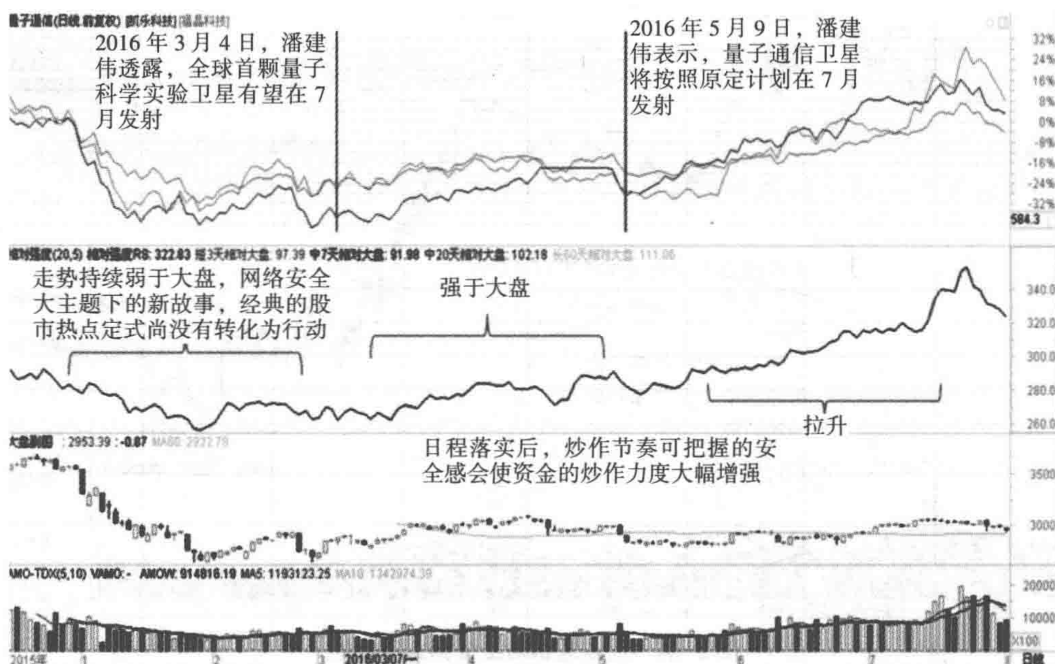


图 3-87　量子通信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2013 年 6 月出现了斯诺登以及其他大量信息安全事件，2014 年 1 月国家安全委员会成立，量子通信受重视程度不断上升。2016 年 3 月 4 日，潘建伟透露，全球首颗量子科学实验卫星有望在 7 月发射，“量子通信京沪干线”2016 年下半年建成。5 月 9 日，潘建伟在出席“新未来人工智能论坛”时表示，量子通信卫星将按照原定计划在 7 月发射。

七、部分大事件关联影响汇总

为了方便读者学习，笔者整理了一些事件及其所影响的板块，供大家参考：

（一）传染病

传染病流行期间：流行病对症治疗的药和对症预防的疫苗直接受益；交通、饭店、零售、旅游和娱乐业等需要前往人群聚集的公共场所的行业不景气；相对在家可以完成的通信、互联网、电商高景气；医院和健康服务成为大赢家。

（二）地震

（1）灾后重建，房屋、公路、电力等基础设施投资的增长对建材、钢铁等原材料需求构成利好。2008 年“5·12”汶川地震消息传来，水泥股瞬间暴涨，并且在接下来三天有不凡表现，但一个多星期后又跌了回去。

（2）地震破坏生产能力，如果被破坏的生产能力市场占有率高，则其竞争对手受益。例如 2011 年日本大地震使周边国家半导体产业受益。

（3）地震首先会联想到因交通和景点破坏而使当地旅游业受影响。2008 年“5·12”汶川地震对当地及周边景区造成的影响，地震发生后，四川省以及峨眉山接待游客量持续 7 个月负增长，随后又经历了 3~5 个月的反复，然后才开始正式恢复。

虽然上述影响都是短期的，但对股市投资者来说，半年已经足够长了。

（三）政局动荡

和平时期，以经济为主，一旦发生政治危机，方方面面的各种应对措施都会对经济造成伤害。

（1）政府关门。以 2013 年 10 月 1 日美国政府历史上第 18 次关门为例：受政府关门的影响，旅游、军工等板块也被无辜波及。因国防部拿不出经费，美国第一大军火商洛克希德—马丁公司决定让 3000 名员工无薪休假。而因国家公园、公共旅游景点关闭导致旅游业、餐饮业、酒店服务业的损失更是不计其数。受政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府停摆的影响，全美所有国家公园的网站都贴出了关门告示。另外，还有多达80万名政府雇员仍在无薪休假中。

可见，政府关门直接影响到财政支出相关行业，以及与财政支出相关的周边行业。

（2）国内政局动荡。政局动荡对一国经济的影响是整体性和全面性的，持续的政局动荡将会导致一国GDP增速被调低和外汇汇率贬值，进而影响股市。

（3）国际政治关系紧张。中东发生地缘政治紧张会造成油价上升，大国的地缘政治紧张会影响相关国家的股市，并抬高贵金属的价格。

（四）战争和恐怖袭击

美国2001年“9·11”事件后：9月11~16日美国全国航班一律停飞，之后的几个月美国民航的营业额下降一半左右。因为关口和部分边界封闭，部分国内贸易和国际贸易、陆上海上城市交通中断，国内旅游、入境出境旅游均一度停止并数月内持续低迷。同时，通过贸易、资本流动和汇率、国际市场价格和金融市场等多个渠道波及全球其他主要经济体。

战争发生地及周边地区、恐怖袭击发生地区同传染病相似，业务需要去公众场所或需要人群聚集的相关行业，旅游、零售、交通都会受到影响，而互联网和通信等替代业务会受益。

八、巴菲特的事件套利型投资是应对熊市的良策

（一）巴菲特早期的重要投资思路之一——“WORKOUT”

巴菲特早期持续的稳健高收益彰显了事件套利型投资的威力：巴菲特的合伙企业于1956年开张，1969年停业，从1956年初到1969年底，美国道琼斯指数上涨了63.33%，年复合上涨不到3.57%，而同期巴菲特合伙企业的年复合投资收益率高达31%。

更为可贵的是，在合伙公司存在的年份里，没有一年遭受亏损，即使是在1962年和1966年市场严重下滑期间也实现了盈利。

那么巴菲特是如何做到这一点的呢？

答案在于巴菲特一直将20%~40%的资金在股市中做套利交易。1963年，巴菲特致合伙人的信中他这样写道：“虽然我并不试图去猜测未来市场到底会是上升还是下降。但在上升的市场中，最好我们的全部投资都是价值低估股，而在下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降市场中则最好全部都是‘WORKOUT’。”巴菲特这里所说的“WORKOUT”，是指包括基于公司并购、垃圾债券、资产分拆等事件的低风险套利型投资，其实很大程度上就是本书所说的事件推进型投资机会。



图 3-88 道琼斯工业平均指数

（二）事件推进型投资机会及策略

事件推进型投资机会是指对公司或板块的一个重大利好事件，比如优质资产注入、公司并购及其他资本运作等事件持续推进中，并不断有推进进程披露所带来的投资机会。

看到这里，有人会问，事件推进跟本书所说的从预期到落地有什么不同，为什么从预期到落地是以跌为主，而事件推进几乎是必涨的呢？

我们所说的预期，其实就是一个可以想象得很美好、很大的故事，而其后的落地过程则通常伴随着绵绵不绝的低于预期和对美好想象的再认识，其核心在于想得过好过早。而这里所说的事件推进型投资机会中的事件，事件本身就是那么回事，利好程度虽大但相对明确和缺乏想象空间，因此事情的关键在于实现的概率。

我们知道，资本市场是个多疑的市场，凡是没有最终完成的期望值，市场都会给予一定的折扣，折扣的比例将随着事情的推进而下降，从而推动相关公司股价上涨。

事件推动型投资机会的确定性很高，如果事件对公司价值的提升非常大，则该类机会几乎不受大盘下跌的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这基本就是巴菲特所说的“WORKOUT”，巴菲特应对牛熊市的思路很清晰，希望自己在牛市都是价值股，在熊市都是“WORKOUT”，可见“WORKOUT”型投资机会在巴菲特心目中的分量。

把握事件推进型投资机会的关键在于，无论你基于何种知识经验、投资水平、商业头脑、政治意识，都没有关系，只要你对一些重大事件的推进至成功感觉心里很有底，感觉很有把握，这也许就是你的能力圈，只要你产生了这种明确的感觉，其他什么都不重要了，只需买入并持有受益股等待利润到账即可。这是属于你的财富，不要让它溜走，凡事都没有100%的把握，成功属于那些始终让自己站在大概率一边并勇于行动的人。

事件推进型投资机会案例。

事件：分众传媒从美股退市又成功转板A股，市值到2015年底飙升13倍。

表 3-2　中信国安参股奇虎 360

公告时间	
2016-07-19	中信国安：对外投资（奇虎 360 私有化项目）进展公告
2016-05-13	中信国安：对外投资（奇虎 360 私有化项目）进展公告
2016-04-01	中信国安：对外投资（奇虎 360 私有化项目）进展公告
2016-03-29	中信国安：奇虎 360 私有化项目进展公告
2015-12-26	中信国安：关于参与奇虎 360 科技有限公司私有化相关事项说明的公告
2015-12-21	中信国安：关于参与奇虎 360 科技有限公司私有化的公告

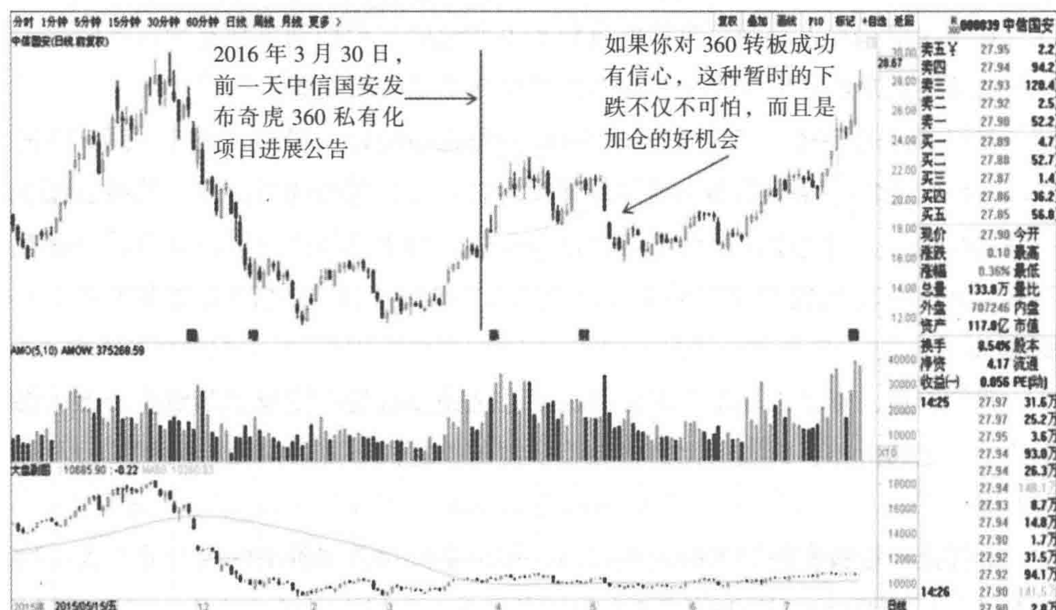


图 3-89　中信国安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中信国安以近4亿美元参与奇虎360的私有化，如果有10倍的升值空间，则意味着40亿美元的利润，约270亿元。另外，中信国安参股奇虎4.3%之后，双方业务有一定的协同性。

九、事件前后套利风险的提示

因为听到某些可靠来源的风声，从而确信在未来某个时间段，某一特定公司会发生一个对股价有极大正面影响的事件。接着，事件发生，股价狂升，投资者赚钱。同样的剧目已经在N年间发生了太多次，例如“资产注入”、“定向增发”、“大额订单”等。惯性的思维让A股的投资者相信，在承受极小风险的同时，能够收获不成比例的回报。对此，有什么理由不介入呢？

于是，仅凭着一些模糊的消息，投资者的资金转换成了相应上市公司的股票，股价亦随之推高，直至上市公司宣布重大事项并停牌。这在中国内地成了一种司空见惯的现象。

然而，在全世界最成熟的市场——美国，却恰恰相反。绝大多数的重大事项，总是伴随着迟到的股价急升。一前一后，体现了国人和发达国家投资者对于消息的态度差异，也更深层地揭示出国人对于风险意识的淡漠。

然而，没有发生过的事情，不一定就不会发生。还没有发生的事情，未必就一定会发生，即便人们常常以为是必然事件的，也只能说从统计学上发生的概率又增加了那么一些。

例如，从2006年底一直到2007年8月的高盛对美的定向增发案，这件看似必然成功的事件却意外地被证监会发审委否决了。不过，美的股价并未因此而受到负面影响，所以给投资者的印象并不深刻。

再如，2008年上半年国航和东航的股价大幅跳水。究其缘由，无非是国航对东航的敌意收购在国资委处遇到了巨大的阻力。收购失败，自然引起股价的崩溃。国航的实力，不可谓不大，然而只是制造了更大规模的下挫。那些在之前购入国航的“春江鸭”，基于对国航实力的信任，用大把的资金对其投了信任票，却不得不将苦果咽下。

从2008年初到2008年6月30日的半年里，沪深300下跌了48.51%的情况下，由于收购的失败，国航下跌了70.59%，东航下跌了69.19%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 3-90 中国国航

这些事件告诉我们，事件驱动策略，应逐步向国外成熟市场靠拢，更多地建立在对于宏观经济、政策和公司背景等基本面合理的分析基础上谨慎操作，不能因某些"可靠人士"一语断言而押入重金。

在这方面，巴菲特是我们学习的楷模。大家知道，事件套利型投资是巴菲特在早期投资生涯中能够长期做到牛市熊市稳健获利的法宝，而其成功的要诀正在于他的深入研究分析和谨慎操作。

1963 年，巴菲特在给合伙人的信中这样写道："(在套利方面）我从来不会介意这种谣言，如果谣言成真，则在早期介入无疑将可以得到更大的利润。"

1986 年，巴菲特在给股东的信中再次提到套利："我们持续将资金运用在套利之上，然而不像其他套利客，每年从事几十个案子，我们只锁定在少数几个个案，我们限制自己只专注在几个已经公布消息的大案子上，避开尚未明朗化的，虽然这样会让我们的获利空间减小，但相对的只要运气不要太差，我们预期落空的概率也会减少许多。"

第七节 相对价值套利型投资机会（估值驱动型之三）

当某类股票上涨或下跌以后，会出现某些阶段性脱离其所属群体的个股，使得其股票出现相对低估或高估的情形，从而提供新的盈利机会，这就是相对价值套利型投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一只龙头股票涨上去，利好因素被充分挖掘和消化理解了，同类股票的利好容易被市场关注和理解。

由于投资标的估值方面的市场投资逻辑成熟（同类公司股价已先行上涨），相对价值套利型投资机会具有见效快、投资资金效益高的优势。

（一）金螳螂（002081）—亚厦股份（002375）

金螳螂和亚厦股份在全国建筑装饰企业排名中分别位列第一和第二。金螳螂2006年11月20日在深圳证券交易所上市，上市以来股价持续上涨，发行价为12.80元，经过后复权处理，股价最高在2010年9月初达到了170元以上，4年不到较发行价涨幅高达12倍多。

分析资本市场看好金螳螂的原因主要有以下几点：

（1）市场进入高速发展期：据预测，未来几年我国每年将新增装饰装修市场容量2000亿元。同时，按照10年装修周期的保守估算，存量市场每年将可以提供约8000亿元的市场需求。

（2）以民营小企业为主，行业进入整合期。建筑装饰行业是典型的以民营小企业为主的行业，根据中国建筑装饰协会的统计数据，2008年行业前100强企业产值总量仅占全行业产值的6%。但随着竞争的日趋激烈和资质要求的提高，行业已经进入整合时期。作为全国排名前两位的金螳螂、亚厦股份优势明显。

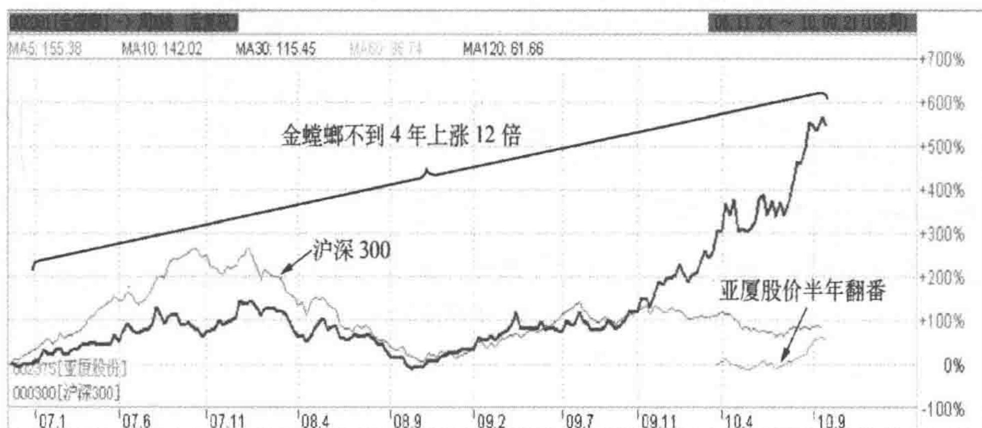


图3-91 金螳螂

（3）金螳螂成长性极好，2008年、2009年以及2010年中报，公司净利润都保持在50%以上的高速增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚厦股份是 2010 年 3 月在深圳证券交易所上市的，其上市资料表明 2007~2009 年实现了与金螳螂同样的高速成长，并且 2010 年中报净利润实现了翻倍的同比增长。

在金螳螂股价历史优异表现及近期上涨的带动下，亚厦股份的股价从 31.86 元的首发价，不到半年时间最高上涨到了 71.79 元的高位。

（二）小商品城（600415）—海宁皮城（002344）

小商品城是我国最大的专业批发市场发展商之一，以独家经营开发、管理、服务义乌中国小商品城为主业。公司于 2002 年 5 月 9 日在上海证券交易所上市，从 2003 年初到 2010 年 9 月 20 日，股价上涨了 16.78 倍。

海宁皮城是全国最大的皮革专业市场之一，商品交易额位居全国皮革专业市场第二，是华东地区最大的箱包交易区，市场内的皮革服装交易辐射全国和海外市场，业务模式和行业地位与小商品城颇为相似。公司 2010 年 1 月 26 日在深交所上市，首发价格为 20 元，上市后股价走势强劲，2010 年 9 月，经后复权的股价最高达到了 54.90 元，较招股价上涨 174.5%。



图 3-92　小商品城

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八节 长线投资与机会把握——投资机会综合分析

长线大牛股都是事后分析出来的，真正在操作过程中，实在是很难判断，大牛股的成长之路都是一步一步走出来的，其发展路径可以大致概括如下：

（1）在外部经营环境不变的情况下，核心能力扩张。

（2）行业景气或成长：抓住机遇，形成壁垒（或竞争优势）。

（3）行业危机，洗牌中胜出。

成功的公司大多是这样一步一步走出来的。但相关公司能否成功走完全程，如果一开始就要求投资者判断清楚并坚守终生，基本上不可能做到。因为不要说看透几十年之后的事情，就是能看清楚半年以后的状况本身都是困难的，最明智的方法是时刻保持警惕，对于我们所投资的企业，走一步看一步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

投资机会（阶段与策略）

第一节 基本知识

一、投资机会所处的五个阶段

（一）预期

预期简单地说就是在心理层面产生了一种美好的期望。预期产生在投资者的头脑中，而人的大脑是不受太多限制的，在证伪之前，尽可天马行空。距离总是产生美，预期犹如结婚之前的恋爱期，男女双方都在憧憬着美好的未来，未来的困难似乎都不在话下。兴奋度处于巅峰状态，股价以上涨为主。

（二）落地推进

简单地理解，落地就是预期的事情开始进入到实施阶段。各种困难和障碍开始显现，表现在投资者情绪方面就是兴奋度消退和预期开始逐渐降低，股价以持续下跌为主。

（三）业绩拐点

投资逻辑开始逐渐在公司利润层面见效。业绩拐点阶段，股价呈现快速上涨。

（四）业绩高速增长

业绩高速增长的前半阶段，公司股价快速上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩高速增长的后半段，因为高速增长的预期已经体现在股价上，股价逐渐见顶。投资机会通过购、销、互补品等各种方式向周边相关行业或企业延伸。

（五）业绩稳健增长

公司业绩高增长阶段已过，股价起伏回归常态，随波逐流。

二、大盘波动对股价影响的节奏

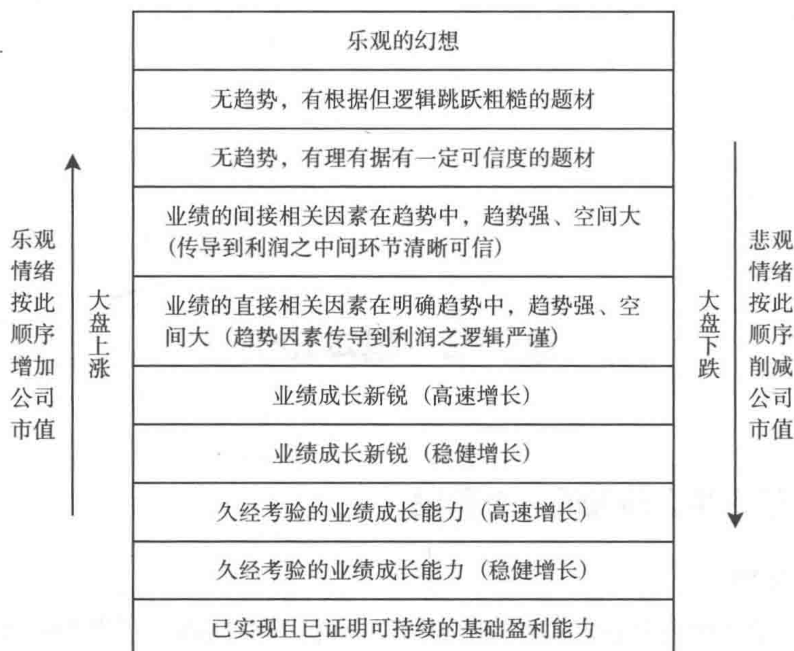


图 4-1　大盘波动对股价影响的节奏

三、投资机会不同阶段走势特征

表 4-1　投资机会不同阶段走势特征

投资机会所处阶段	观察到的大概率市场表现
预期阶段	大幅震荡上升，高位见顶后或会大幅、长期回落
落地阶段	下跌和反弹为主
业绩拐点	强势上涨，有震荡调整和迟疑犹豫现象出现，高位回调有时或许会较大
业绩高增长前段	快速上涨，调整轻微
业绩高增长后段	震荡筑顶，调整到位后快速反弹，抗跌性好
业绩回落平稳	震荡向下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 业绩拐点和高增长阶段投资机会

一、案例分析

业绩拐点行情相对业绩高增长初断来说，行情走势特征表现出迟疑和犹豫，当大盘走势低迷，或者公司所在板块远离风口，或者公司所属板块较小甚至业绩增长属于个股现象的时候，行情启动往往需要等待第二个业绩超预期公告的出现，而当公司所在板块较热时，在第一个业绩超预期出现之际，行情就有望启动。

（一）2011~2014 年的欧菲光

表 4-2 欧菲光（2011~2014 年）

日期	报告类型	相关品种	标题	机构	作者
2012-02-24	公司研究	欧菲光	产能、客户、技术三重优势助推业绩快速增长	长城证券	袁琤，王霆
2012-02-21	公司研究	欧菲光	非公开增发 如虎添翼	渤海证券	崔健
2012-02-14	公司研究	欧菲光	2012 年继续受益中低端智能手机放量	中银国际证券	胡文洲
2012-01-19	公司研究	欧菲光	盈利能力快速提升，业绩反转将逐步确立	国信证券	段迎晟
2012-01-16	公司研究	欧菲光	欧菲光南昌全资子公司获得政府补助	中银国际证券	胡文洲
2011-12-21	深度调研	欧菲光	产能扩张明显，客户订单激增	华创证券	高利
2011-11-04	公司研究	欧菲光	业绩反转进行时，电容屏项目将起飞	中银国际证券	胡文洲
2011-09-02	公司研究	欧菲光	扩产增动力，2012~2013 年是业绩爆发期	中银国际证券	胡文洲

从前期研究报告可以看到，欧菲光 2011 年第三季度已经减亏，第四季度已经盈利，而且从产品良品率的提高——三星、摩托罗拉、联想等客户的积累和认可（订单激增）——到中低端智能手机放量引爆的电容屏需求——利润增长趋势，中间环节清晰，环环相扣，逻辑严谨证据多，利润增长明显不是单季度的悸动，不是由任何偶发事件引起的，利润增长趋势的可信度很高。

根据前面章节我们讲过理论，作为一种先发优势的技术，对于欧菲光这样一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种业绩持续增长趋势的持续周期的判断，要看技术壁垒的高低和竞争对手的模仿周期以及产品本身的生命周期（分析业绩的持续性分析原则见《价值狙击》第三章“行业型投资机会”章节）。根据资料，我们知道欧菲光的技术成功可以说是在“九死一生”的阵痛煎熬中实现的，门槛较高，项目本身也历时数年，先发优势持续周期有保障，考虑到电子产品本身技术更新较快，2 年左右的利润增长持续周期是个较有安全边际的投资判断。

表 4-3 欧菲光利润情况

002456 欧菲光	2014 年三季报	2014 年中报	2014 年一季报	2013 年年报	2013 年三季报	2013 年中报	2013 年一季报	2012 年年报	2012 年三季报	2012 年中报	2012 年一季报	2011 年年报	2011 年三季报
营业收入（%）	142.06	151.57	152.76	131.50	134.06	156.74	230.52	215.75	280.52	201.78	53.86	101.43	60.19
归属母公司股东的净利润（%）	39.07	42.71	71.52	77.95	93.14	156.94	313.54	1450.41	891.76	574.16	252.46	-60.24	-162.75

公告时期：2012-03-30。相关证券：欧菲光（002456.SZ）。

一、本期业绩预计情况

1. 业绩预告类型：☐ 亏损 ☐ 扭亏 ■ 同向大幅上升 ☐ 同向大幅下降

2. 业绩预告情况表

项目	本报告期 2012 年 1 月 1 日至 2012 年 3 月 31 日	上年同期 2011 年 1 月 1 日至 2011 年 3 月 31 日	增减变动（%）
净利润	2000 万~2300 万元	585 万元	增长：250%~300%
基本每股收益	0.10~0.12 元	0.03 元	

二、业绩预告预审计情况

本业绩预告未经过注册会计师预审计。

三、业绩变动原因说明

董事会关于本期业绩发生大幅增长的原因说明：因前期投资项目陆续达到预订可使用状态、公司业绩随产销规模的扩大而提高。

四、其他相关说明

具体财务数据以 2012 年第一季度报告中披露数据为准。敬请广大投资者注意投资风险。

图 4-2 欧菲光：2012 年第一季度业绩预告公告

就 2012 年 3 月 30 日的欧菲光来说，前边有那么多逻辑严谨的研究报告，业绩也出现了明确的拐点，证据这么多，拐点行情是可以确认了的。但是，又有人会怀疑，这些利好因素是不是已经被市场反映了呢，是不是已经“PRICE IN”了，欧菲光的股价是不是已经反映了这些利好了？诚然，我们可以利用本书中风控章节关于合理市盈率及公司合理估值的方法去判断是另一回事。前文所述，根据长期的市场观察，我们知道，利润暴增的趋势拐点行情大概率意味着一段强势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上涨行情，但欧菲光前期并没有出现过这样的行情，有预期没行动是不能算“PRICE IN”的。当然，投资在任何时候都不可能有100%的把握，核心在于基于概率的风险收益比，在大概率的支持下，此时的策略理当是：买入不用犹豫！这个时候如果再犹豫和怀疑那就可能是患有“小概率恐惧症”了，要考虑性格方面是否适合做投资了。

利润拐点出现之前股性活跃，涨停多，大阳多。
但尚处于预期阶段的利好无法对抗大盘的持续下跌，股价震荡下行

图 4-3 欧菲光（日线）

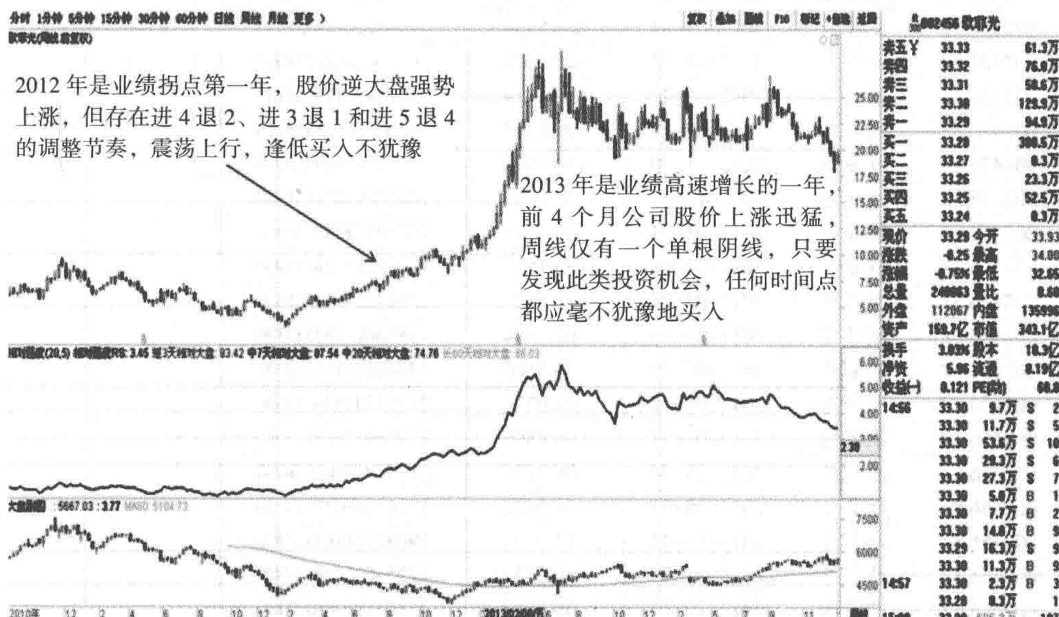


图 4-4 欧菲光周线（一）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

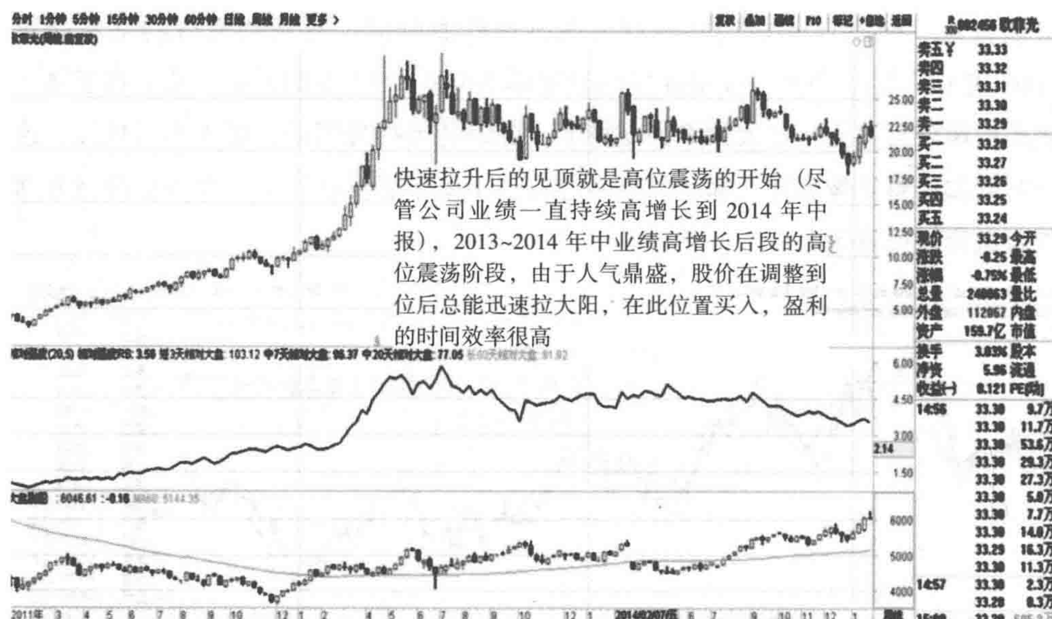


图 4-5 欧菲光周线（二）

代码	简称	时间	PE 市盈率	总市值（元）
002456.SZ	欧菲光	2012-01-31	135.6418	2808960000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-02-29	206.7541	4281600000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-03-30	204.1581	4227840000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-04-27	209.2574	4333440000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-05-31	259.4161	5372160000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-06-29	275.3631	5702400000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-07-31	278.5154	5767680000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-08-31	325.8000	6746880000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-09-28	334.4224	6925440000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-10-31	399.1374	8265600000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-11-30	344.1575	7127040000.0000
002456.SZ	欧菲光	2012-12-31	25.0981	8058240000.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-01-31	32.3747	10394538000.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-02-28	36.1554	11608396800.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-03-29	54.5807	17524214400.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-04-26	67.1974	21575061200.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-05-31	70.0366	22486618000.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-06-28	69.0371	22165712800.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-07-31	68.4866	21988982400.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-08-30	66.3138	21291362400.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-09-30	61.5482	19761249200.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-10-31	61.9248	19882170000.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-11-29	69.3123	22254078000.0000
002456.SZ	欧菲光	2013-12-31	39.1382	22361046400.0000

业绩增长迅猛，将市盈率从畸高推向正常水平

图 4-6 欧菲光推论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）2013 年的隆基股份

表 4-4　隆基股份利润情况

601012 隆基股份（同比增长率）	2015 年一季报	2014 年年报	2014 年三季报	2014 年中报	2014 年一季报	2013 年年报	2013 年三季报	2013 年中报	2013 年一季报	2012 年年报	2012 年三季报	2012 年中报
归属母公司股东的净利润（%）	52.52	313.85	356.59	431.99	404.80	229.74	188.07	-32.30	-227.81	-118.61	-94.16	-86.19
归属母公司股东的净利润扣非	19.94	555.54	433.80	514.12	373.30	133.58	896.78	23.58	-515.63	-146.64		

公告时期：2013-07-12。相关证券：隆基股份（601012.SH）。
资料来源：隆基股份 2013 年半年度业绩预告修正公告。

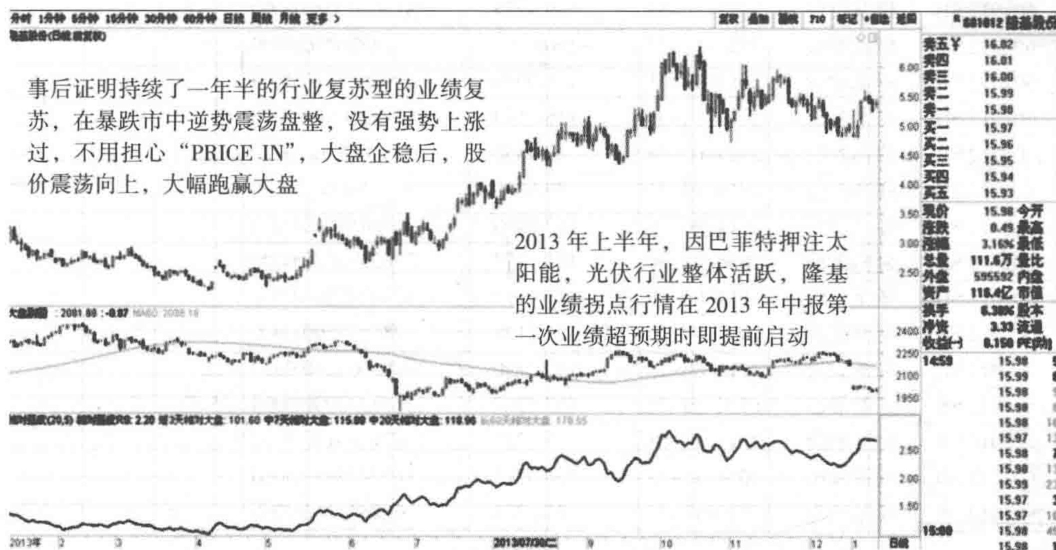


图 4-7　隆基股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代码	简称	时间	PE 市盈率	总市值（元）
601012.SH	隆基股份	2012-12-31	-66.9804	3661963200.0000
601012.SH	隆基股份	2013-01-31	-81.6570	4464363960.0000
601012.SH	隆基股份	2013-02-28	-84.2180	4604380200.0000
601012.SH	隆基股份	2013-03-29	-71.2159	3893528520.0000
601012.SH	隆基股份	2013-04-26	-73.2844	4006618560.0000
601012.SH	隆基股份	2013-05-31	-89.7340	4905953640.0000
601012.SH	隆基股份	2013-06-28	-93.7726	5126748480.0000
601012.SH	隆基股份	2013-07-31	-113.9652	6230722680.0000
601012.SH	隆基股份	2013-08-30	-150.7059	8239417200.0000
601012.SH	隆基股份	2013-09-30	-165.7765	9063358920.0000
601012.SH	隆基股份	2013-10-31	-149.4254	8169409080.0000
601012.SH	隆基股份	2013-11-29	-160.6544	8783326440.0000
601012.SH	隆基股份	2013-12-31	116.9949	8298654840.0000
601012.SH	隆基股份	2014-01-30	116.9190	8293269600.0000
601012.SH	隆基股份	2014-02-28	95.5850	6780017160.0000
601012.SH	隆基股份	2014-03-31	99.8366	7081590600.0000
601012.SH	隆基股份	2014-04-30	102.5698	7275459240.0000
601012.SH	隆基股份	2014-05-30	102.9494	7302385440.0000
601012.SH	隆基股份	2014-06-30	117.6782	8347122000.0000
601012.SH	隆基股份	2014-07-31	126.7128	8987965560.0000
601012.SH	隆基股份	2014-08-29	147.8190	10485062280.0000
601012.SH	隆基股份	2014-09-30	157.5369	11174373000.0000
601012.SH	隆基股份	2014-10-31	149.0337	10571226120.0000
601012.SH	隆基股份	2014-11-28	135.6715	9623423880.0000
601012.SH	隆基股份	2014-12-31	38.2309	11222840160.0000

依然上百倍的市盈率也没有阻挡住业绩拐点行情的展开

图 4-8 隆基股份推论

（三）2010 年的沈阳机床（增发倒逼下的质量不高的业绩拐点）

表 4-5 沈阳机床

日期	报告类型	股票	标题	机构	作者	评级
2010-03-18	公司调研	沈阳机床(000410.SZ)	沈阳机床：受益于行业新景气周期 经营业…	华泰证券	陈耀邦	—
2010-03-18	公司调研	沈阳机床(000410.SZ)	沈阳机床：定向增发 优化产品结构-200…	国信证券	黄海培，余爱斌	中性
2009-04-21	公司调研	沈阳机床(000410.SZ)	沈阳机床：债务重组 扭亏为盈	中信建投	高晓春	中性
2009-04-20	公司调研	沈阳机床(000410.SZ)	沈阳机床：费用吞噬业绩增长 静待行业好转	第一创业	郭强	中性
2009-04-20	公司调研	沈阳机床(000410.SZ)	沈阳机床：任重而道远	东方证券	周凤武，安倩等	增持
2008-11-26	公司调研	沈阳机床(000410.SZ)	沈阳机床：调整酝酿成长	东方证券	周凤武，安倩等	中性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009~2010 年的业绩拐点分析：

（1）由表 4-3 的研究报告看到，2010 年 3 月 18 日公司发布优异业绩之前，没有研究员发觉到机床行业是一个上下游关联度高、行业整体一致性较强的，这有点奇怪。

（2）竞争性行业的老国企业绩能持续高增长的很罕见，市场对此认可度很低。

（3）在 2010 年 3 月 18 日公布业绩之前，公司股价已经震荡攀升，业绩拐点行情已提前释放。而且，从之前股价走势来看，多空双方分歧严重，业绩增长行情缺乏群众基础。

（4）事实证明：2010 年 3 月 18 日公布业绩之后，业绩行情仅走了半个月就"熄火"了。



图 4-9 沈阳机床

（四）网宿科技 2011~2016 年

网宿科技在 2011 年下半年业绩开始逐渐发力加速增长，2012 年开始持续高增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-6 网宿科技

网宿科技-同比增长率	2016 年一季报	2015 年年报	2015 年三季报	2015 年中报	2015 年一季报	2014 年年报	2014 年三季报	2014 年中报	2014 年一季报
营业总收入（%）	74.12	53.43	47.08	41.41	32.72	58.57	70.80	74.69	71.71
扣非后净利润（%）	70.06	67.20	84.69	86.38	74.67	99.82	119.29	177.18	231.00

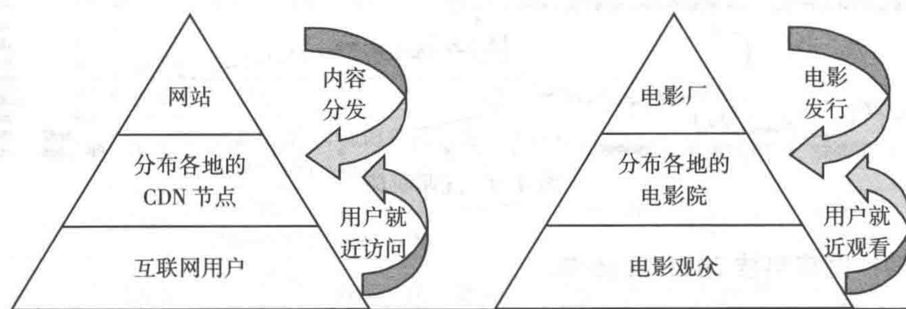
网宿科技-同比增长率	2013 年年报	2013 年三季报	2013 年中报	2013 年一季报	2012 年年报	2012 年三季报	2012 年中报	2012 年一季报
营业总收入（%）	47.89	43.96	41.58	50.18	50.29	45.54	51.71	68.05
扣非后净利润（%）	139.87	161.46	100.48	57.38	106.34	55.27	106.20	142.83

网宿科技-同比增长率	2011 年年报	2011 年三季	2011 年中报	2011 年一季报	2010 年年报	2010 年三季报	2010 年中报
营业总收入（%）	49.65	54.98	55.31	43.37	26.22	11.15	6.18
扣非后净利润（%）	44.42	50.08	12.92	12.28	-3.79	-41.51	-40.57

网宿科技-同比增长率	2015 年年报	2014 年年报	2013 年年报	2012 年年报	2011 年年报	2010 年年报	2009 年年报	2008 年年报	2007 年年报
扣非后净利润（%）	67.20	99.82	139.87	106.34	44.42	-3.79	-4.79	40.57	58.63

经济属于社会科学，“一个蝴蝶扇动翅膀都有可能引发地球另一边的一场飓风”，所以，总是没有百分之百的事情，如果一定要深入研究，其研究程度具有无限性。对于做投资的人来说，知道自己知道了什么、不知道什么？只要知道自己站在了大概率的一边，把搞不清楚的事情当作风险去承担，风险收益比理想，做好风控预防准备，就应该立即行动！不明白这一点，纠结于细节最终可能有不准确结论，更会使你错失战机！

落实到网宿科技上。



资料来源：国金证券研究所。

随着整个互联网流量的指数级增长，CDN 业务必将迎来高速增长。
该逻辑清晰、准确

图 4-10 网宿科技概况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

站在 2012 年上半年，我们知道的：

（1）如图 4-10 所示，网宿科技产品的终端用途非常清楚容易理解。

（2）互联网流量的指数级增长，CDN 业务必将迎来高速增长。

（3）CDN 是双寡头竞争结构，我们在本书已经分析过，寡头竞争结构在市场发展初期会展开市场份额的竞争，但在市场高速增长期，以各自开拓业务为主，竞争会大幅缓解。

（4）CDN 业务性质决定了它胜者通吃的特性，业务规模具有很强的正反馈，对新进入者构成越来越高的门槛。

（5）网宿科技业务整体已经连续多个季度加速增长。

我们不知道的：

网宿科技产品专业性强，每个产品甚至主打产品要搞清楚都不是一件容易的事，所以券商研究员炫耀专业知识的分析部分可能看不懂。

诚然，具体产品都搞不清楚也许让我们没有脚踏实地的安全感，但站在股票投资者的角度看，就我们所知道的，已经可以非常大概率地确定这是一个非常难得的投资机会！

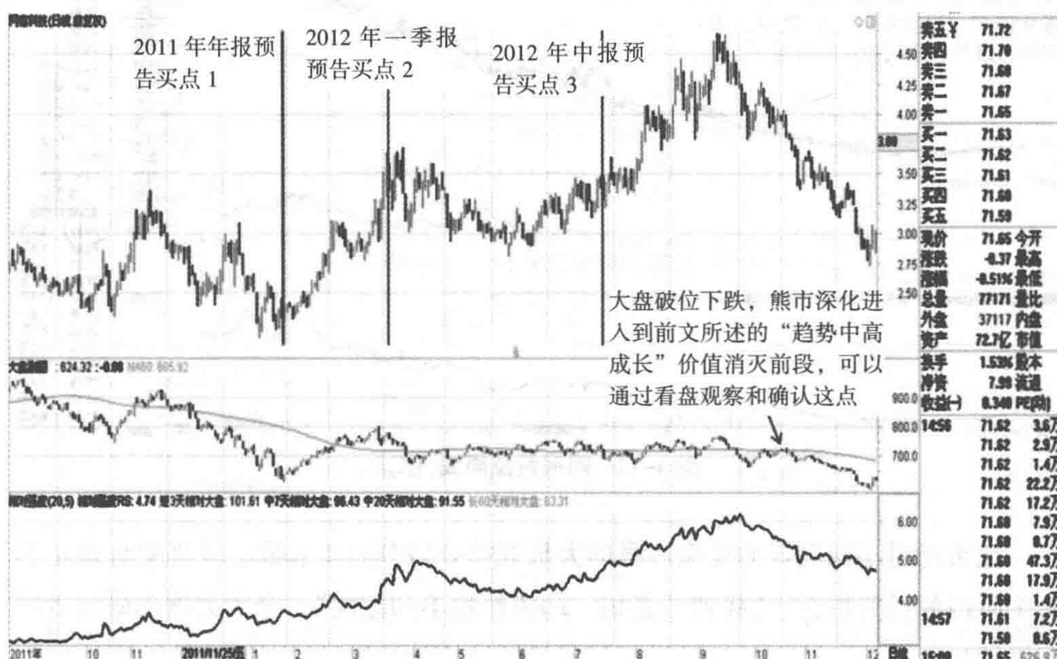


图 4-11 网宿科技（日线）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

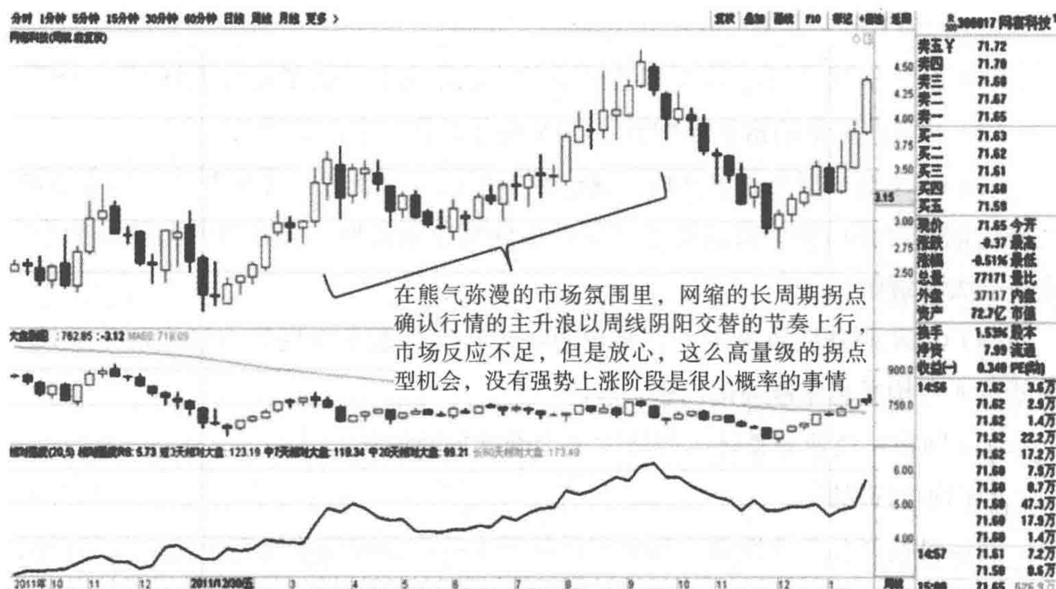


图 4-12　网宿科技周线（一）

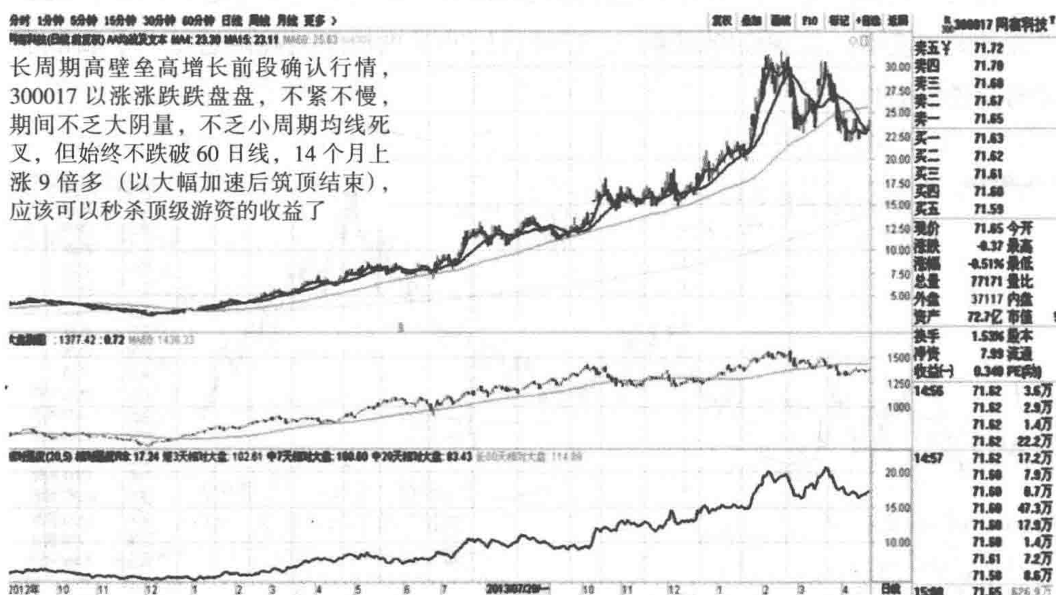


图 4-13　网宿科技周线（二）

把市场对不同利好的反应过程的大致规律要做到心里有底，才能更好地把握每个阶段的投资机会。“找到了真相，却依然找不到方向”，会大大挫伤研究者的积极性！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

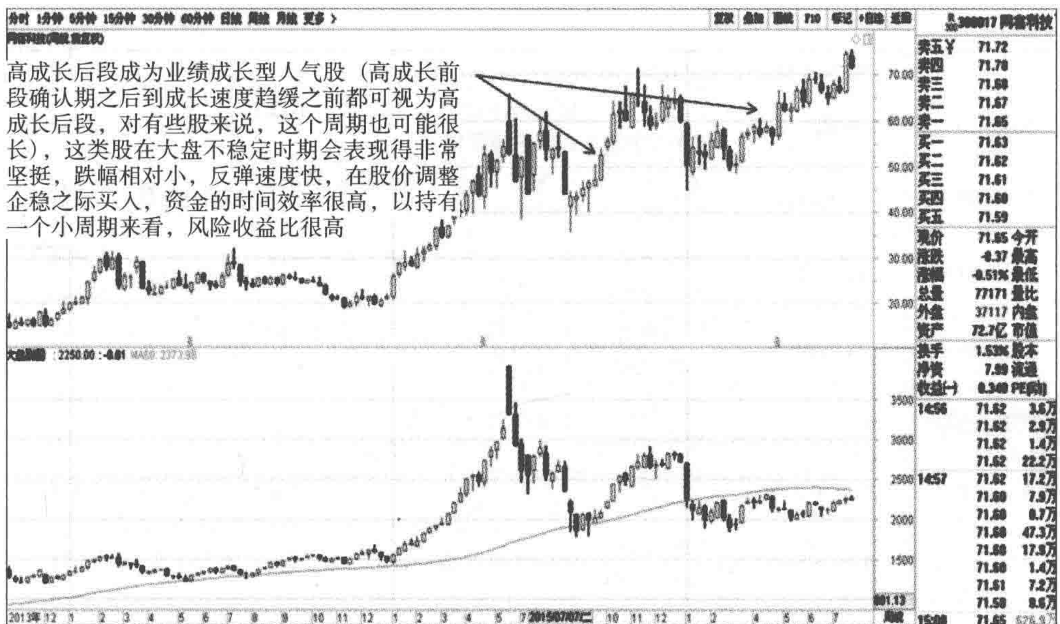


图 4-14 网宿科技周线（三）

（五）信维通信 2014~2016 年

300136 同比增长率	2016 年一季报	2015 年年报	2015 年三季报	2015 年中报	2015 年一季报	2014 年年报
归属母公司股东的净利润（%）	179.69	250.90	186.88	168.11	151.59	196.15
300136 同比增长率	2014 年三季报	2014 年中报	2014 年一季报	2013 年年报	2013 年三季报	2013 年中报
归属母公司股东的净利润（%）	203.11	200.88	156.54	-1176.62	-319.97	-273.33

图 4-15 信维通信利润情况

表 4-7 信维通信

日期	报告类型	股票	标题	机构	作者
2014-04-14	年报点评	信维通信(300136.SZ)	专业天线厂商，业绩大幅反转	宏源证券	赵国栋，顾海波
2014-03-11	公司分析	信维通信(300136.SZ)	拐点出现，受益于 4G、可穿戴设备及车……	银河证券	王莉
2014-03-03	深度调研	信维通信(300136.SZ)	客户及产品线快速扩张，LDS 天线切入国……	银河证券	王莉
2014-01-09	其他公告点评	信维通信(300136.SZ)	订单和生产逐步好转，或将布局可穿戴领域	华创证券	段迎晟
2013-12-09	其他公告点评	信维通信(300136.SZ)	国际客户开始稳定释单，经营拐点逐步显现	银河证券	王莉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

日期	报告类型	股票	标题	机构	作者
2013-10-30	季报点评	信维通信(300136.SZ)	短期成本提升订单缩水，不改长期发展逻辑	华创证券	段迎晟
2013-09-05	深度调研	信维通信(300136.SZ)	可穿戴设备对 LDS 需求显著，公司有机会……	银河证券	王莉
2013-08-21	深度调研	信维通信(300136.SZ)	天线行业中的贵族，未来中国的安费诺	华创证券	段迎晟，孙远峰
2013-08-16	深度调研	信维通信(300136.SZ)	从瑞声科技、歌尔声学成长路径看信维……	银河证券	王莉
2013-08-15	半年报点评	信维通信(300136.SZ)	放量在即 拐点将至	长城证券	袁琤，王霆
2013-08-14	半年报点评	信维通信(300136.SZ)	营收恢复增长，下半年起进入利润释放期	银河证券	王莉
2013-08-13	半年报点评	信维通信(300136.SZ)	定位高端市场，业绩拐点已至	东莞证券	郑磊

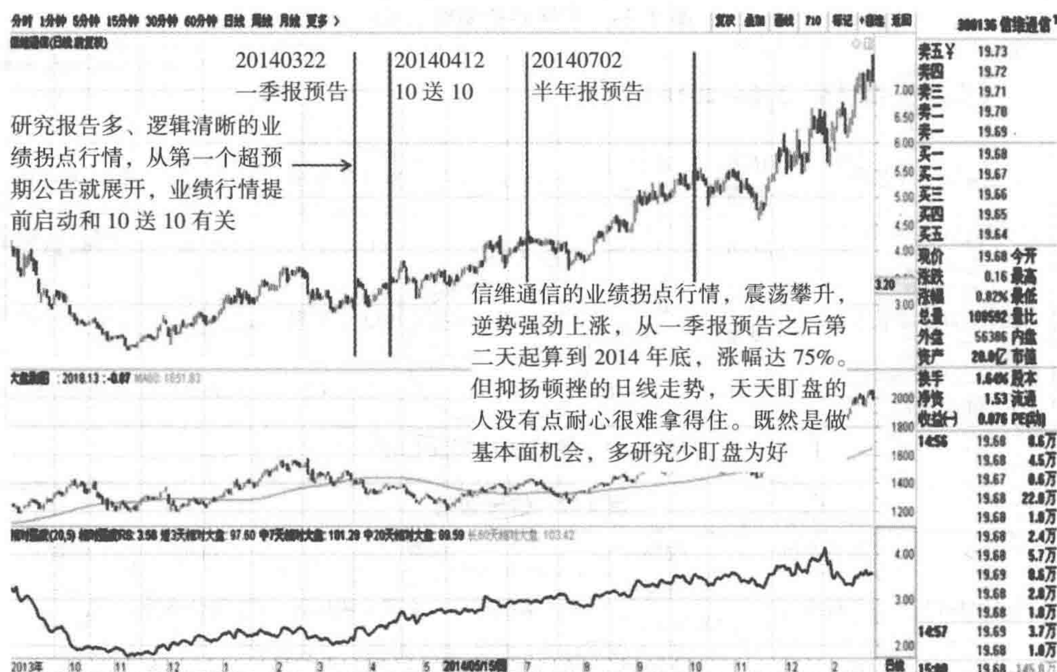


图 4-16 信维通信（日线）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

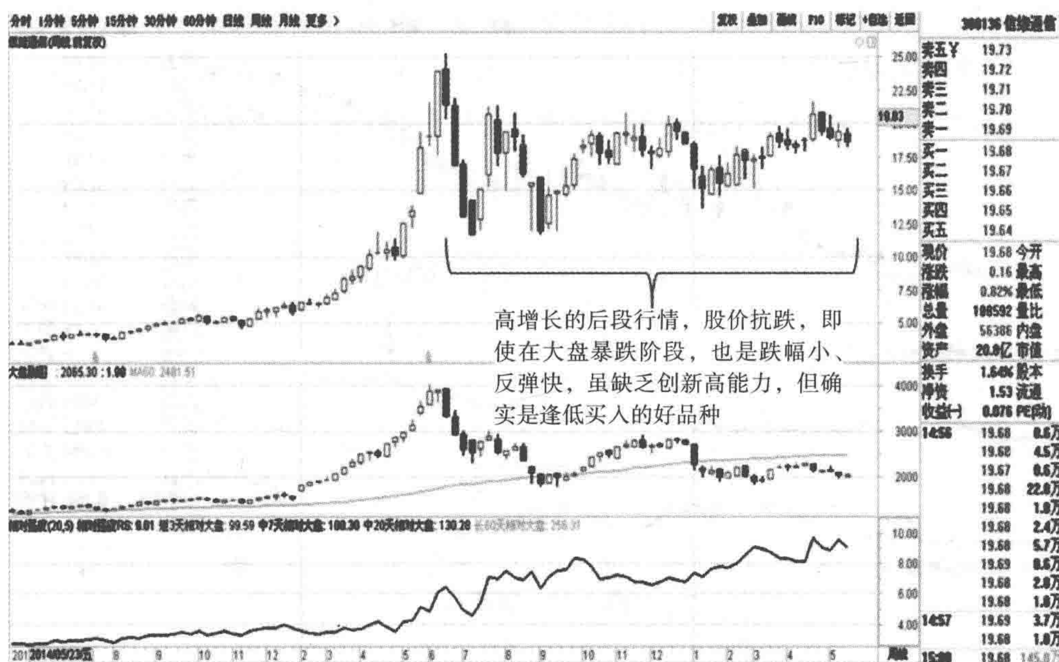


图 4-17 信维通信（周线）

（六）利润高增长中后期出现超预期因素依然会有强势行情

表 4-8 索菲亚利润情况

日期	报告类型	相关品种	标题	机构
2016-04-19	季报点评	索菲亚	2016 年一季报点评：高增长延续，业绩略超预期	东兴证券
2016-04-15	季报点评	索菲亚	订单量大增驱动 Q1 收入净利齐超预期，维持买入	中信建投
2016-07-14	其他公告点评	网宿科技	业绩再超预期，向全球互联网基础平台提供商迈进	安信证券
2016-07-14	事件点评	网宿科技	业绩略超预期，海外市场推进加速	长江证券
2016-01-12	其他公告点评	网宿科技	业绩再超预期，高成长低估值首选	安信证券
2016-01-12	其他公告点评	网宿科技	券-业绩再超预期，CDN 龙头强者俞强-160112	长江证券
2016-01-12	其他公告点评	网宿科技	全年业绩再超预期，凸显 CDN 龙头地位	兴业证券
2015-10-27	季报点评	网宿科技	季报点评：三季报继续超预期，与思科合作大展云图	华泰证券
2015-10-20	其他公告点评	网宿科技	公告点评：业绩再超预期，寡头趋势成型	国联证券
2015-10-15	其他公告点评	网宿科技	业绩再超预期，龙头优势凸显	长江证券
2015-07-27	半年报点评	网宿科技	业绩超预期，股权激励彰显信心	安信证券
2015-07-27	半年报点评	网宿科技	中报点评：15 年中报业绩超预期，毛利率持续提升	广发证券
2015-07-15	其他公告点评	网宿科技	中报预告超预期，云服务战略或更添彩	广发证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 4-18　索菲亚



图 4-19　网宿科技

二、业绩拐点和高增长阶段投资策略

（一）不去预判业绩拐点

介入时点一定要至少是有单季利润因主业出现明确好转或者有直接证据证明业绩将大幅体现。不预判有两个原因，一是业绩的形成是个系统工程，牵扯的因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素复杂，对时点的预判很容易出错；二是股价是由大多数人的认识水平决定的，通过艰苦深入的研究，过早地预判到业绩拐点反而降低了资金的使用效率，并且在持股煎熬的过程中过于关注公司的负面信息还会造成在上涨过程中提前下车，痛失丰厚利润。

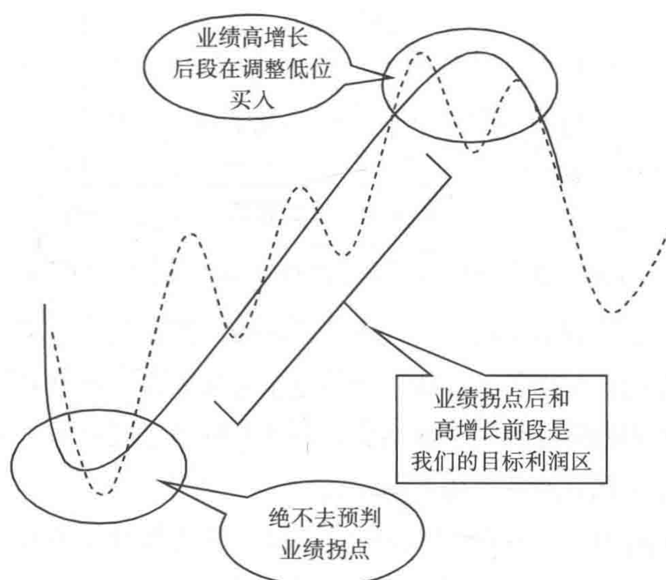


图 4-20 预判业绩拐点

（二）努力扩大自己的能力圈

业绩的持续增长趋势是综合因素形成的，一旦趋势形成，依靠丰富的金融和投资经验所总结出的商业规律，或者能够较准确地感知业绩增长趋势的空间、周期，或者能够在不利征兆出现时做出提前撤离，这个难度远小于预判拐点，是股市专业投资者应该努力做到的，至少是在自己的能力圈或者自己认定要达到的能力圈范围内应该努力做到。做好投资，不能要求自己什么都知道，但也肯定不能什么都不知道，混同于普通小散户，只能取得普通小散的收益率。

（三）对业绩行情要有充分的信心

业绩高增长是实实在在的利好，不同于起起落落的各种预期，因而股价的反应也是实实在在的，不仅行情走起来的确定性很高，而且到高位之后的抗跌能力还很好，只要有信心和耐心，把握好节奏，风险小收益大！图 4-21 给你投资信心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

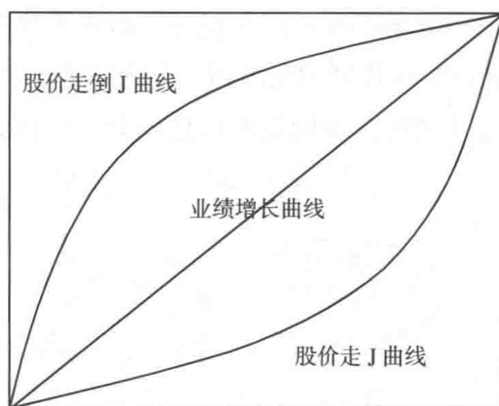


图 4-21　投资曲线

A 业绩增长曲线。排除掉：因资本运作的业绩诉求、可能不持续的大单驱动、小周期成本下降和需求改善、一次性因素带来的业绩改善等持续性差、资本市场认可度不高的业绩增长。寻找：产品竞争力强体现在客户多元化市场中的营收加速增长、大周期业绩拐点、壁垒高，或业务链条复制周期长遇到行业景气等持续性强、资本市场认可度高的业绩增长。

B 股价走 J 曲线。因为公司所属行业、风格等与前期市场主流相背离所造成的市场关注度不够，业绩增长反应不足。

C 股价走倒 J 曲线。因符合前期市场主流逻辑，公司业绩增长被提前深度挖掘。

投资策略：只要发现上述有价值的业绩增长，业绩增速首次拔高在 3 个季度以内尚未走出大幅超越大盘的走势，而公司也并非前期市场主流热点，应立即择机买入，耐心等待拐点和高增长初期应有的行情。对于已经在上涨途中的个股，3 个季度的上涨周期是可以预期的。

第三节　预期和落地阶段投资机会

一、投资机会种类

一个美好的预期能进展到有效落地的概率恐怕不超过 1/10，落地到业绩见效的概率恐怕不到 1/10，股市上真正最后实现公司利润高增长的预期实在是很少，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而其中基于我们的能力圈所能把握的更是少之又少，因此，作为股市上最丰富的投资机会来源的预期绝对不容忽视。

预期存在形成—强化—高涨，在预期逻辑具有深远的时代背景下，甚至还存在着大周期的高涨—低落—再高涨的大 N 波模式，在落地阶段亦存在阶段性的预期高涨。

预期阶段，股价以上涨为主。预期的产生按其推动力和影响范围不同分为：

（1）政策推动型预期：又分为政策放水型（放松管制，市场主体自发推动）、政策主推型（国家为实现政治或经济目的主动推动，对市场主体的影响和市场主体的因应不明朗）和政策筑坝型（加强管制，遏制市场主体的盈利行为）。

（2）商业价值推动型预期（一种新的技术或商业模式，或是在行业外部经营环境发生巨变后一种原有技术或商业模式，体现出了巨大的商业价值，市场主体为了追逐利润而主动群起响应）。

（3）事件型预期（见本书第三章第六部分：事件驱动型投资机会）。天下熙熙，皆为利来，商业价值推动型机会能够调动多方的市场主体积极参与，后续持续性较确定。而政策推动型机会主要由政府推动，政策需要持续发力直到市场主体看到有吸引力的商业价值从而将投资机会演变为商业价值推动型。作为政策制定者的政府，事务繁忙，考虑的目标也是多方面的，相对来说，是否能够就一个目标持续发力，其决心、毅力和执行能力并不容易判断，因此，政策推动型机会整体来说确定性不如商业价值推动型。但政策主题绝对需要高度重视，政策环境是企业生存和发展的主要外部环境之一，也是投资机会众多和巨大的领域。政府事务众多，目不暇接，政策推动型机会需要形势造就一种对政府立即作为的迫切的倒逼，才能就该事务从政府方面获取更多的关注和着力，这是分析政策推动型机会的关键。

二、投资机会案例

（一）科大洁能——辉煌的预期阶段和落地后的失落（商业价值推动型预期）

2008~2009 年，市场认为科达洁能所研发的煤气化炉设备投资只有国外的 1/10，性价比很高，目前用于供暖、燃料，以后可以用在发电厂，技术壁垒高，2 年独享千亿元市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-9 科达洁能的业绩未有太大起色（2010 年建筑陶瓷机械周期性复苏）

600499 同比	2011 年三季报	2011 年中报	2011 年一季报	2010 年报	2010 年三季报	2010 年中报	2010 年一季报	2009 年年报	2009 年三季报	2009 年中报	2009 年一季报	2008 年年报	2008 年三季报
净利润（%）	74.68	5.78	4.77	33.94	91.27	139.65	91.81	20.71	-18.35	-22.74	-2.52	59.12	56.24
扣非的净利润（%）	0.32	5.70	2.83	51.45	82.70	198.59	102.55	23.20	27.52	-37.06	-6.75	22.00	7.48

对于沉淀数年耗资 10 亿元研制出的清洁燃煤气化系统，公司在推广上也是不遗余力，在推出第一台清洁燃煤气化系统时，为了让客户“眼见为实”，公司不惜花 2000 多万元多建一台炉子，从 2008 年 10 月第一次点火，一直到 2009 年 4 月免费演示给客户看。

壁垒高、空间大、容易产生美好的预期，而公司不遗余力的宣传推广也是带动气化炉项目在带来实实在在利润高增长之前产生超高预期的重要原因。

从 2008 年 11 月到 2010 年 5 月，在一年半的时间里，600499 在一个大故事、一个美好预期的支撑下，以回撤不有效破 60 日线的节奏，通过四波上涨，涨幅超过 12 倍，这种疯狂程度，超过实实在在的、业绩兑现中的超级高成长股，但除了 2009 年 8 月前在大盘带动下有过几个涨停，后期的主升浪基本没有出现过涨停，上涨期间还有 3 次幅度 20%、持续 1~2 个月的调整，要赚大钱，需要耐心

前期借大市创出新高，后期人气鼎盛，逆势大涨

图 4-22 科达洁能（周线）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2014 年 4 月，科达机电董事长边程曾向《英才》记者诉苦道："几年前我们的系统未成熟时，券商基金给公司估值一度打到 28 元钱每股；现在技术成熟了，市场反倒有疑虑了，这让我也十分不解。"

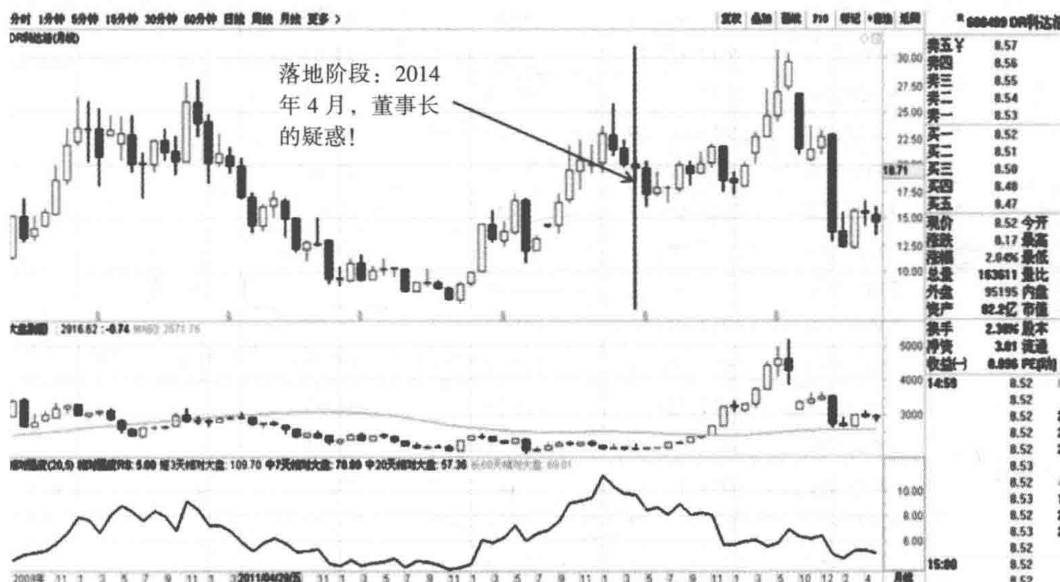


图 4-23 科达洁能（月线）

（二）卫宁软件：2013 年 4 月至 2014 年 2 月预期阶段投资机会（商业价值推动型预期）

表 4-10 投资机会

A	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q
300253 同比增长率	2014 年三季报	2014 年中报	2014 年一季报	2013 年年报	2013 年三季报	2013 年中报	2013 年一季报	2012 年年报	2012 年三季报	2012 年中报
净利润（%）	39.51	40.19	41.29	52.51	46.38	43.60	21.47	19.32	24.81	6.52
扣非后净利润（%）	44.76	52.17	18.76	38.68	43.30	44.84	44.14	23.68	24.94	-8.73

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代码	时间	PE 市盈率	总市值（亿）
300253.SZ	2012-09-28	47.95	21.24
300253.SZ	2012-10-31	48.92	21.67
300253.SZ	2012-11-30	48.53	21.50
300253.SZ	2012-12-31	44.58	23.56
300253.SZ	2013-01-31	46.73	24.70
300253.SZ	2013-02-28	50.11	26.48
300253.SZ	2013-03-29	47.88	25.31
300253.SZ	2013-04-26	51.99	27.48
300253.SZ	2013-05-31	75.42	39.86
300253.SZ	2013-06-28	82.20	43.44
300253.SZ	2013-07-31	119.90	63.37
300253.SZ	2013-08-30	107.30	56.71
300253.SZ	2013-09-30	118.58	62.67
300253.SZ	2013-10-31	111.56	58.96
300253.SZ	2013-11-29	139.72	73.84
300253.SZ	2013-12-31	97.26	78.39
300253.SZ	2014-01-30	123.98	99.93
300253.SZ	2014-02-28	151.63	122.22
300253.SZ	2014-03-31	147.34	118.76
300253.SZ	2014-04-30	104.48	84.21
300253.SZ	2014-05-30	108.60	87.54
300253.SZ	2014-06-30	108.64	87.57
300253.SZ	2014-07-31	108.64	87.57

市盈率飙升

图 4-24 业绩稳健增长

站在 2013 年初的角度，卫宁软件的上涨逻辑是：国内唯一一家专业从事医疗信息化行业的上市企业，据 IDC 预测，2012~2016 年医疗 IT 行业市场规模将由 176.6 亿元增至 339.9 亿元，年均增长 17.8%。卫宁软件正在凭借极具竞争力的软件产品向全国扩张。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

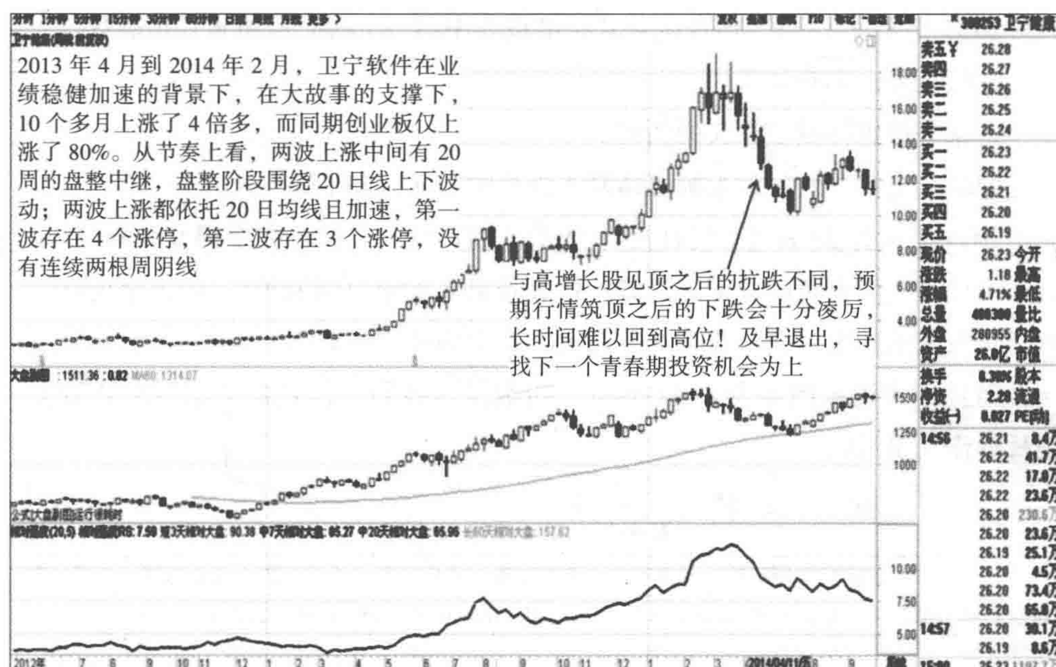


图 4-25 卫宁软件

（三）上海自贸区 2013 年（政策推动型预期）

上海自贸区是高量级的题材，分析如下：

2013 年 4 月 1 日，李克强总理在上海浦东外高桥保税区调研时指出，“要实现”新四化，“打造中国经济升级版，就是进一步用开放促进新一轮的改革”。而对于上海的改革方向，李克强明确指出：“在现有综合保税区基础上，研究如何试点先行，在 28 平方公里内，建立一个自由贸易试验区，进一步扩大开放，推动完善开放型经济体制。”

2013 年 5 月 14 日：记者近日从多方渠道获悉，将为上海带来新的“十年红利”的自由贸易区项目已在国家层面获准立项。近期，上海各部门正紧锣密鼓地为自贸区做配套调研与方案制订，而上海自贸区具体方案有望于 5 月底 6 月初完成并上报国务院，并于 2013 年下半年正式挂牌运营。

2013 年 6 月，上海方面将总体方案修改完善后，交给各部委会签。

2013 年 7 月 3 日，国务院常务会议原则通过《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》。

2013 年 8 月 16 日，国务院常务会议表示，拟提请全国人大常委会审议关于授权国务院在试验区内暂停实施有关法律规定的决定草案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2013 年 8 月 23 日，国务院正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区。

酝酿充分、节奏紧凑！

这条是被媒体赋予意义的例证。

同时，上海自贸区政策被媒体赋予极高的意义（如下）：

2013 年 8 月 23 日《人民日报》：上海自贸区先行先试引领全国开放升级。

市场对上海自贸区政策的理解：代表着未来十年（周期长）、中国全局性的、政策重大变革的主基调，改革开放两大方针中的开放（影响大）。

而且，市场氛围如表 4-11 所示，指数虽然疲弱，但是每天涨停板数量多，题材炒作气氛活跃。

表 4-11　市场氛围（一）

	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数
板块名称	2013-07-22	2013-07-23	2013-07-24	2013-07-25	2013-07-26	2013-07-29	2013-07-30	2013-07-31
全部 A 股	56	48	38	1	44	16	29	28
涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数
2013-08-01	2013-08-06	2013-08-07	2013-08-12	2013-08-13	2013-08-14	2013-08-19	2013-08-20	2013-08-21
56	36	19	50	31	31	45	34	31

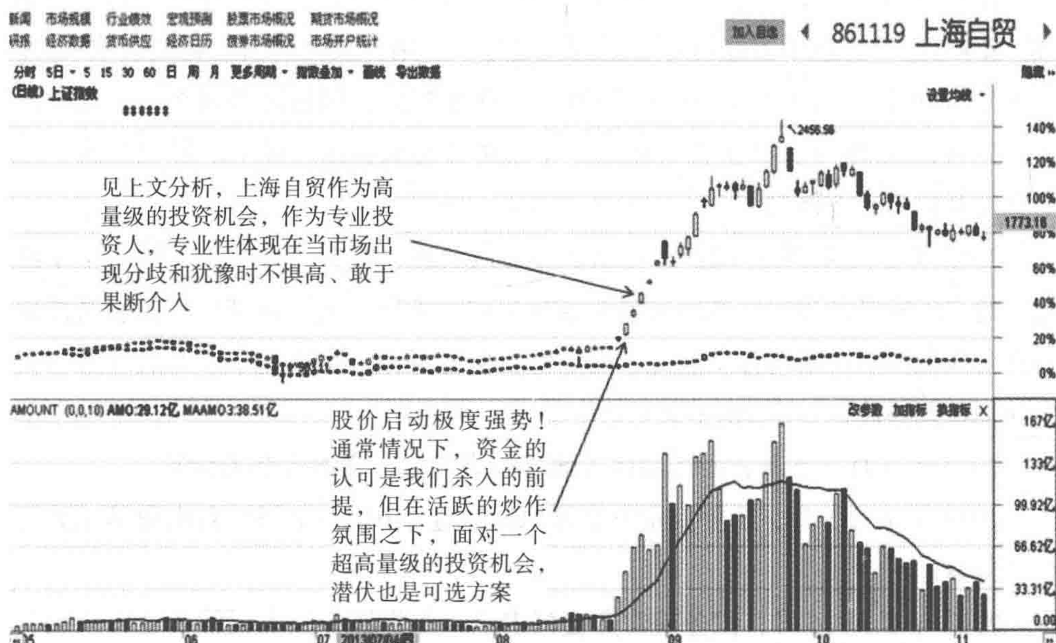


图 4-26　上证指数（一）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

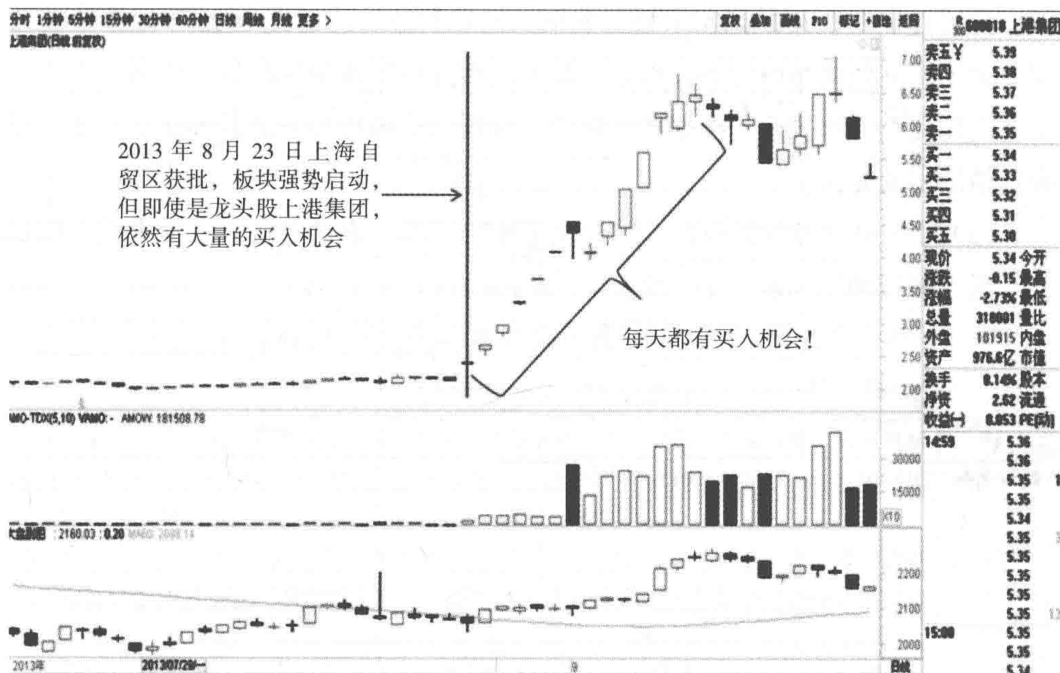


图 4-27　上证指数（二）

（四）2015 年第三季度的军工行情（政策推动型预期）

2015 年军工板块投资机会要点分析：

（1）板块大：军工航天板块流动市值超过 2 万亿元，只有大板块才能成为市场的龙头板块，吸引全市场资金参与。

（2）军工股里大牛多，群众基础深厚：成飞集成因为中航工业资产的注入，2014 年“519”起步，两个月之内股价上涨了近 4 倍；闽福发（现在的航天发展）从 2014 年 4 月初起步到 2015 年 6 月，上涨了 6 倍多。

（3）日程中事件提供投资窗口期：我国在 2015 年 9 月 3 日将首次举行反法西斯战争胜利 70 周年阅兵，期间将大量展示国防科技的最新成果，加上政策预期较高，市场焦点效应强烈。另外，历年八一建军节，投资者都会更关注军工股。

前文事件驱动章节中讲到过，日程中事件不能确定地提供投资机会，甚至在熊市中往往是下跌的窗口期，但日程中事件通过吸引投资者的注意力能够为炒作提供时间窗口。

（4）反弹行情主涨品种统计规律：中国政府 2016 年 5 月 26 日发表《中国的军事战略》白皮书，强调贯彻新形势下积极防御军事战略方针，加快推进国防和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

军队现代化，坚决维护国家主权、安全、发展利益。这是自 1998 年以来中国政府发表的第九部国防白皮书，也是首部专门阐述中国军事战略的白皮书。军工板块在之后几天强势拉升。根据统计规律，暴跌之前强势拉升的品种往往是随后反弹行情的主涨品种。

（5）航天电子、航天通信、航天机电相继停牌，市场对航天系资本动作的预期升温，将推动军工新一轮上涨。

（6）虽然大盘走势不强，但是每天涨停板众多，气氛活跃，板块炒作有氛围。

表 4-12 市场氛围（二）

	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数
板块名称	2015-07-13	2015-07-14	2015-07-15	2015-07-16	2015-07-17	2015-07-20	2015-07-21	2015-07-22
全部 A 股	1551	898	146	129	511	345	304	226
涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数
2015-07-23	2015-07-24	2015-07-27	2015-07-28	2015-07-29	2015-07-30	2015-07-31	2015-08-03	2015-08-04
347	113	25	66	396	32	77	72	640
涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数	涨停家数
2015-08-05	2015-08-06	2015-08-07	2015-08-10	2015-08-11	2015-08-12	2015-08-13	2015-08-14	2015-08-17
94	91	213	310	127	71	171	147	189

可以看出，当时市场炒作气氛浓厚。



图 4-28 中航光电日线（一）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

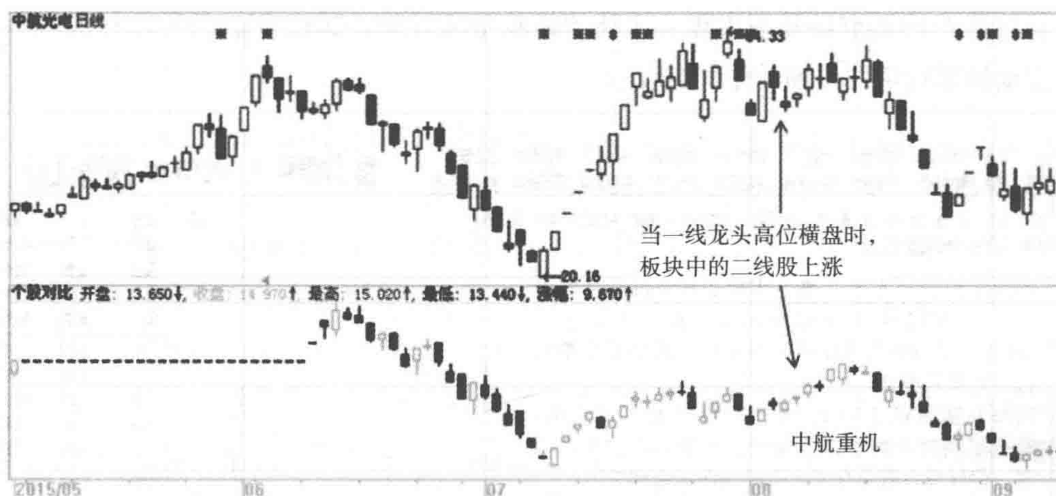


图 4–29 中航光电日线（二）

（五）2012 年的国海证券（板块炒预期易出“妖孽”股）

一个板块逻辑，在预期阶段，关键在于公司能够拥有对未来的卡位优势和巨大的业绩弹性，而在“落地”阶段，所重视的是率先受益和率先盈利。对比来说，率先受益有迹可循，而在形势尚不明了之时，展望未来的巨大潜力是不容易说清楚的事情。

有很多板块逻辑的预期阶段，唯一明确的是这个板块肯定有大机会，而具体哪家公司有机会非常不确定。

上述两种情况，都将使板块中的选股工作变得非常难。在这种情况下，无论是有意为之还是因缘巧合，如果一只股票强势走出来，在大家的共同关注下，这只股票无形之中就成了一个中介平台，具有了网络效应，成为大家默认的合力做高的板块龙头，成为大家能够站在一起的唯一渠道，因为除了这一家，不知道怎么在众多股票中去选择另一家，看起来要想参与该板块炒作，要想跟大家站在一起，最好就是买这只股票。

这种逻辑不断自我强化，股票越涨越高，成为妖股（称为妖股是因其与基本面关联很小）……直到又有第二只走出来。

这种情况下，率先强势的个股完全成为了资金集结的工具，基本面研究基本失效。

2012 年的国海证券就是这样的案例。

市场背景：2011 年 10 月 29 日，建行行长郭树清就职证监会主席，他力挺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蓝筹股，然而市场并不买账，活跃的依然是题材股，2012 年，各种题材股频频发动局部行情，市场炒作气氛较浓。

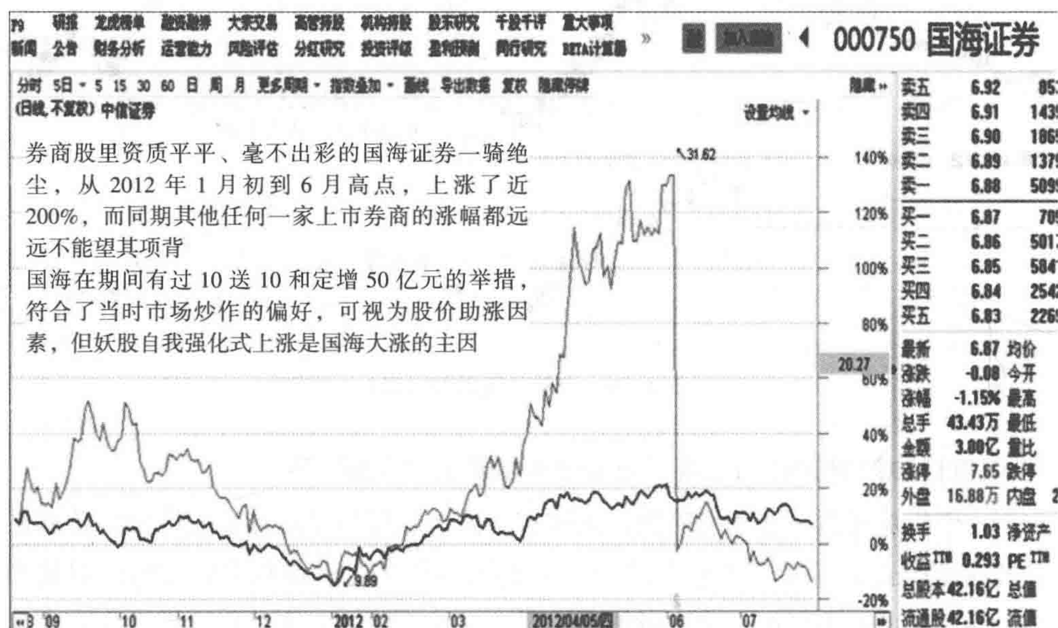


图 4-30 国海证券

三、预期及落地阶段投资策略

（一）预期阶段投资策略

预期是人的一种心理状态，生生灭灭，数量之多、时而力度之强远远大于真实的企业发展和业绩增长，但同时其可靠和稳健程度也远不如真实的业绩增长，其幻生幻灭的特征在给投资带来丰厚利润的同时也潜伏着巨大的风险。对于投资者来说，如何做才能更好地获取利润和把握风险呢？

1. 介入

经过众多案例的研究分析发现，一个预期阶段投资机会的介入要考虑以下几点：

（1）强势启动或走势强劲。

（2）群众基础深厚（曾经在该类股票上赚到过钱、喜欢买卖该类股票、认可其投资逻辑、认为有上涨潜力）。

（3）基本面没有透支（从实际应用的角度来说，在预期炒作中的“基本面没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有透支”，可以理解为“依据多年丰富投资经验所形成的直觉”，是更为务实的态度和方法）。

我们知道，炒预期具有较强的博弈性，其根基在于群体意识的倾向性。微观到单个决策主体，存在这样一个模式：“自有判断+市场验证=行动”。也就是说，一个投资者，如果他本身对一个板块或个股的上涨已经有了一种较强的预期，现在该板块行情强势启动了，他会感觉自己和多数人站在了一起，会感觉市场验证了自己的想法，马上行动就会变成一件迫切的事情了（大家可以切身感受一下，是不是如此）。记得看过一个说法，如果一个人需要单独做出一个决策，他可能需要80%的证据，而如果大家在一起做一个群体决策，可能就只需要50%的证据了，正是这个道理。一个预期行情的展开，“强势”无疑是最有效的市场验证，而单个投资者的自有判断对于整个市场层面来说，可视为“群众基础”。

强势启动和其后的强劲走势与深厚的群众基础形成一个正反馈，只要群众基础好，股价越是强，买入的人就越多，买入的人越多，股价就越是强。

> **小贴士：**
> 关于空间：大部分投资者在心理层面上都过低地估计了股票的弹性空间。

无论你是否信奉价值投资，巴菲特的现金流折现公式确凿无疑的是企业真实价值最直接、最实在和最广为接受的计算方法，在本书的第六章有基于此理念的关于企业合理市盈率的计算列表。从列表中我们看到，假设投资者期望15%的年化回报率，若企业能够以20%的增速稳定增长5年其合理PE为31倍，但如果企业状态改善，加速至以50%的增速增长5年，则其合理PE则增加为94倍。也就是说，公司的合理股价应该上涨至3倍以上，但如果企业形势恶化停止增长，则其合理PE只能是12倍，股价理应下跌6成多。抛开理论不说，大家自己回忆一下，是不是所关注的股票涨起来总比自己想的要多，跌起来是不是也总比自己想的要狠呢？在股市上，当上市公司的内在或外在形势发生重大变化时，一定要抛弃债券性均值回归的思维方式，在上涨过程中不能惧高，在下跌过程中不能贪低。当你确定一个好的投资机会时，一定不能因短线位较高而放弃，忍耐暂时的回调确定中线上涨的股票远比在垃圾股里博弈要可靠得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对强势走势的理解：

第一，低位+强势。低位和强势是黄金组合，强势兼上档阻力位距离远是非常安全的买入机会，低位的强势意义更大。

第二，突破不能勉强。

a：突破时盘面上应该有“视压力为不存在的气势”。不少朋友喜欢突破买入，他们紧紧盯着盘面，看股价是否超越前期高点或压力位，超越前高哪怕只有几分钱都能让他们欢呼雀跃而买入；有自觉谨慎的人，会多看几天，看股价在压力位之上能站稳几天，这都是过于刻板地理解了突破。其实，无论是否突破几分几毛或者站稳几天，股价的犹豫徘徊，恰恰证明了压力位的有效。真正有质量的突破，在盘中和随后几日，股价激荡起伏，能让人感受到一种视压力为不存在的气势，这才是我们要找的强势突破。

b：股价在突破而创近期新高之时，趋势指标如 30 分钟、60 分钟的 MACD 最好不要背离。做股票如同下棋，尽量多看几步才能制胜，趋势指标在新高后的背离往往意味着一种潜在的弱势，加之压力位的存在，后续先涨后跌重新考验压力位的概率会很大，关键在于这个下行拐点很可能突然而难以预判，所以，股价虽然短期在飙涨，但只要你看到了后期的大概率回调，心不能动。

第三，狭窄的空旷地带的上涨不是强势而往往是诱多。

诱多行情是怎么形成的其原因太多，有主动做局的也有因缘巧合的，总之，在相邻较近的主要压力位和阻力位之间的空旷地带无论出现多长的大阳或大阴其意义都不大，更多时候和更大概率，大阳是卖出机会而大阴是买入机会。

介入：行情强势启动加上基本面没有透支和群众基础深厚，应该果断买入！

2. 退出

那么，对于预期阶段的投资机会什么时候卖出合适呢？有以下几个参考因素：

(1) 预期行情的关键是投资逻辑的精练总结和市场观察，当大家都可以用一句话高度概括行情逻辑时，行情接近尾声。

(2) 炒故事炒预期，博弈成分较大，技术分析有较为重要的价值，人气开始散淡和股价中线技术指标走弱也是退出的一个参考。

(3) 基本面严重透支。

退出：基本面严重透支且中线走弱时退出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 还是能力圈

本书中所说的中间（过程）环节是指从一个“事由”推导到“公司利润增长”的中间各个过程节点的确定性或大概率联系。

中间过程环节的认知属于能力圈范围，在投资机会的把握上，能力圈体现在你对从事件、明确的趋势等确定性的出发点一直到利润增长这整个链条的中间环节都能够做到了然于胸，整个链条上难点在哪里？哪些环节充满了艰难险阻和不确定，哪些环节推进起来将是一马平川，从目前阶段到哪一阶段是必然的，从目前阶段到哪一阶段是高概率的，等等。

面对一个投资机会，首先应该把上述基本情况搞清楚，这是前提，如果你经过多方努力，依然一头雾水，无论看起来多么诱人，也请立即放弃，这不属于你的能力圈。

（二）落地阶段投资策略

落地阶段主要考虑的是风险：股价以持续下跌为主。

其实，所谓的“预期”和“落地”，没有什么必然的分隔，也没有什么明确的界定，不过就是指投资者群体情绪在一念之间是乐观向往还是客观务实，抑或是最后的心灰意冷，以及中间夹杂着或长或短起起伏伏的心理波动。举个简单的例子，2015 年充电桩概念，乐观的时候我们满脑子想的都是 10 倍的空间，可是真等各种补贴政策出台，各种招标推进的时候，当我们开始期望利润的时候，陆陆续续地投资者开始注意到的一片红海竞争和越来越低的毛利率。

落地阶段的主要策略：及时卖出

券商研究员是制造预期的主力军之一，非常之多的研究员可以说听风就是雨，八字没一撇就开始写报告，这使市场上充满了美好，而这些美好的预期能够充分实现的恐怕不到 1%，事实证明基本都是铺满着鲜花的陷阱。而不成熟的价值投资者正是这些美梦的消费者，他们认可公司的实际价值，知道买股票就是买公司，知道选择物超所值、被低估、有前途的公司长期持有，却低估了长线持股的高风险，低估了选择长线好公司所需要的深厚功力，缺乏有效应对的投资策略。

落地阶段的关键是不要幻想业绩拐点（见本书第七章：过程研究），仅在能力圈的范围内以最严谨的逻辑辨识各种投资预期，对任何预期都不要过于信以为真。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小贴士：

不过，落地阶段仍存在以下投资机会：

（1）预期落地进度大幅超预期。

（2）预期将迅速过渡到利润拐点。

（3）落地过程困难重重，投资者情绪极度悲观之时，落地取得关键性突破，预期再度高涨。

仅供参考，谨慎参与。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

投资线索

第一节 未来研究的高度重要性

“投资股票就是投资未来。”几乎所有的股民都知道这句话。从某种意义上说，股市投资的绝大部分效果都建立在对未来的准确判断上，但对于如此重要的事情，即使是专业投资机构，所投入的时间和精力都远远不够。对于未来，大家要么是一思而过，要么是拍脑袋、想当然。

我们认为在对未来的研究上应该投入更多的时间精力，广泛地阅读和调研，利用我们所能够掌握的社会和经济发展的各种趋势，通过对社会和经济各领域未来状况的零碎判断，串联出社会和经济发展的整体图景，并以此作为指导我们投资决策的总背景。

其实，作为专业投资者，无论我们做不做这个环节的工作，在投资决策中我们都在利用这个结果，不同的只是潜意识地在用还是有意识地深入研究。

进行“未来研究”的主要目的之一是能够尽量而有效地寻找未来投资机会的线索，从而缩小研究范围，提高研究深度。

注意要点：

未来研究说起来简单，实则是个非常复杂的事情，作为专业的投资者，一方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面，要善于利用他人的劳动成果，做一个能够站在巨人肩膀上的聪明人；另一方面，在信息爆炸的时代，有所为有所不为的“关键”是“有所不为”。我们通过大量的未来研究工作，在对未来经济发展方向有了整体判断之后，要能够迅速把握住可能产生重大投资机会的细分领域，集中精力分析其中的主要趋势和里程碑式的重大事件，切忌始终处于“胡子眉毛一把抓”的阶段和状态。

第二节 寻找投资线索的大方向

影响股市走势大方向的因素有很多：会对相关上市公司的盈利状况产生重大影响的，或者能够引导资本市场注意力转向的，与上市公司经营背景有关的世界经济、国内经济、制度变革、行业状况、企业经营等方面以及消费习惯、人口环境、政治法律环境、经济环境、社会文化环境、科技环境等因素将可能出现的重大变化或影响力将延续和深化的已发生重大事件或已存在的重大趋势。

因素太多，所以做出必要的筛选是至关重要的，这里面就存在一个经验判断的问题。我们要寻找的是与上市公司经营和利润相关度高的重大事件、重大趋势。

一、关注大趋势

趋势在投资中第一重要。古今中外，几乎所有的成功投资无不是因为准确把握了一种趋势。

香港著名财经作家曹仁超先生对顺应大势以获利有着深入的研究和成功的实践。1982~1997 年，他通过长期持有房地产股从股市上赚取了 20 多倍的收益，正是顺应了香港英属政府在向中国政府交还香港前利用土地最后捞一把，从而造成了香港房地产十几年持续上涨的大背景。

曹仁超先生这样总结巴菲特：1974~1984 年，巴菲特大量收集美国廉价股票，然后搭乘美国最后一班“繁荣号顺风车”，随着美国的超级大牛市于 1982 年起步、科技及经济起飞，其投资表现自然出色；但 2007 年 10 月美股大牛市结束后，整个趋势逆转，2008 年，巴菲特损失一样很大。

曹先生认为，在投资战绩背后真正起作用的是经济发展的大趋势，抓住大趋势赚大钱，抓住小趋势赚小钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在实业领域也是如此，一个人要取得成功，一个企业要发展壮大，最关键的是要善于洞悉趋势的变迁，抓住机遇。成功者一定是那些能预测大势并抓住机遇顺势而为的人。

但当我们回头去看趋势的时候非常清楚，而当身临其中的时候，确实很难给予肯定的判断。那些能够成功把握大趋势的人到底是凭借真才实学还是有一定的运气成分，我们不得而知，估计应该是两者兼而有之。十几年来，我们所能关注到的名家高手所预言的大趋势，错误率实在是很高。笔者也曾知难而上，最终发现，社会大趋势在模糊之中是可以给予大概率的感知的，但真要论证清楚，涉及政治、经济、文化和技术多方面的复杂变化和相互作用，恐怕所谓的“云计算超级计算机”也望尘莫及。

因此，我们不能将对大趋势的预见作为投资的依据，但在这方面的大量阅读、观察和思索却是每个专业投资人士获得长期优秀业绩所必须重视的。

以下事情建议大家经常做（仅供参考）：

1. 阶段性大牛股、持续强势板块、持续强势指数的深入研究

大牛股尤其是板块集体走牛的，代表着投资界已确认的趋势，也往往代表着最确定的趋势，深入研究其背后的逻辑有两方面重要价值：

（1）该趋势未来继续延续、深化。重大趋势形成后，其产生的作用是持续的，对有效投资机会的促成也存在量变到质变的过程，但市场对其的关注却总是断断续续的，投资者的注意力总是被阶段性的热点所引开，这就给了我们获取超额收益的可乘之机。

（2）该趋势的扩散。对于明确的重大趋势，介绍一种思维方法给大家——六度分离思维。

六度分离思维的目的是为了找到一个明显的趋势如何导致其他趋势的发生。做好这个工作的首要任务是确定一个明显的、重大的趋势，这个趋势应该是已经被证券市场广泛接受和认可，并且在相关上市公司板块走势中已经体现出来并成为持续性的股市热点。然后再从该趋势所涉及的产品和服务出发，沿着产业链向上向下进行追溯，或依据波特五力原理在替代品、互补品等方面发挥头脑风暴，通过广泛联系寻找由明确的重大趋势将要带动的其他趋势。

研究强势个股、板块、指数至关重要，无论是延续还是扩散，都是大概率事件，因为觉得涨高了就丧失了研究的兴趣，企图在弱势领域中寻找机会将耗费大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量精力和事倍功半，是投资研究工作中最大的误区！

2. 大量阅读各类的财经研究报告

成果所揭示的各种经济规律预判未来形势。

券商的各种行业研究、宏观研究、策略研究报告，各种经济类文献数据库等都可以为我们提供大量的根据国内国际经济发展经验数据总结出来的宝贵的经济发展规律，这些经济规律能够使我们得以高瞻远瞩地观察和判断中国宏观经济以及各行业的未来走向。

例如：

（1）人口方面的统计数据使投资者能够看到各种经济趋势的根源。我国中低端劳动力供应出现“历史性”拐点，我们以此为案例进行分析如下：

中国人口的年龄结构，受到战后生育高峰和计划生育的双重影响，呈现出中间高两端低的形态。未来新增劳动力的下降和退休人口的增加都是不可避免的大趋势。如果按照劳动力人口是15~60岁计算，截至2009年，中国即将进入劳动力年龄的人口（10~14岁）与即将退休的人口（55~59岁）已经达到平衡（见图5-1）。中国劳动力年龄人口已经达到历史性顶点，未来将呈现加速下降的态势。我们通过历年出生人口数和相应年份的高等教育招生人数的比较可以看到，高等教育毛入学率从1980年的约1%提升到了2009年的28%，到2025年预计会提升到70%左右（假设招生规模年均增加30万人）。而当年18岁而未能获得高等教育入学资格人数从20世纪80年代初的2500万人回落到2009年的1600万人，

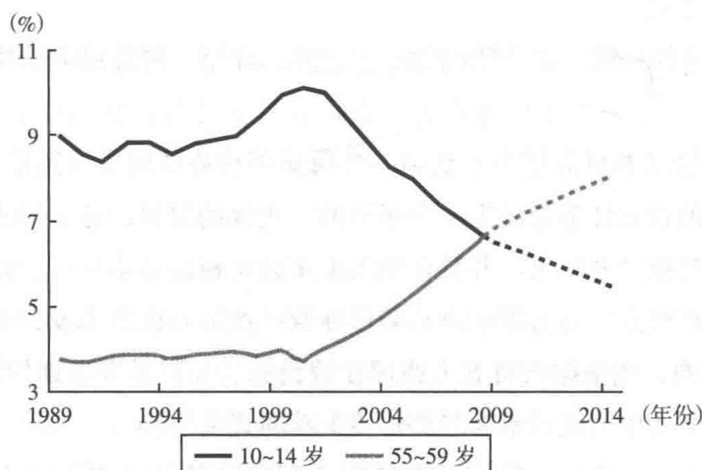


图5-1 中国劳动力人口面临向下拐点

资料来源：CEIC 国信证券经济研究所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

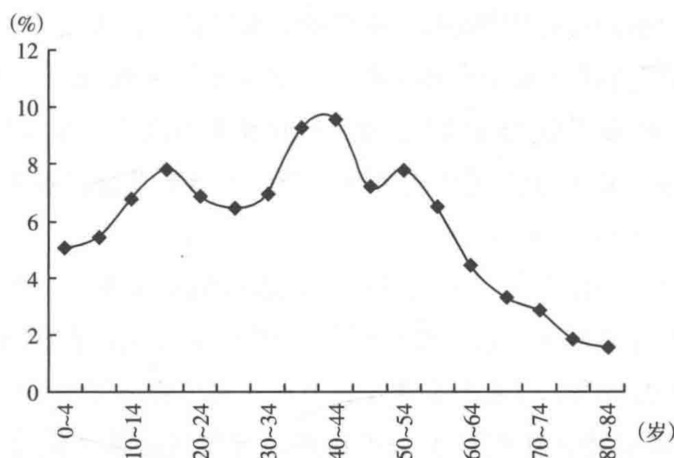


图 5-2 中国人口的年龄结构分布（2009 年）

资料来源：CEIC 国信证券经济研究所。

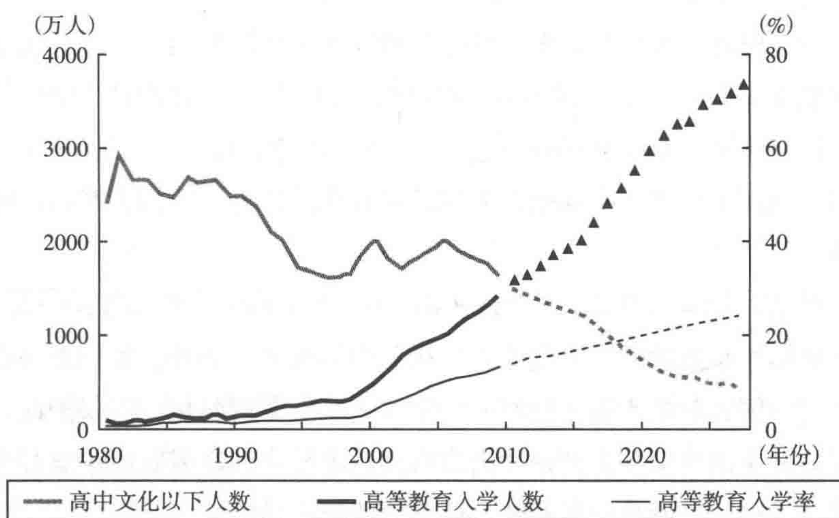


图 5-3 教育水平统计

资料来源：CEIC 国信证券经济研究所。

而到 2025 年将减少到 460 万人，减少 70%。大学扩招加剧了中低端劳动力供给的下滑。

另外，由于历史原因，目前 40 岁以上人口的受教育程度非常低。这样未来大幅增加的退休人群中，中低端劳动力至少要占到 90%。供给减少，退出加快，中国中低端劳动力的存量，我们估计至少会以年均 3%的速度递减。未来 15 年将会减少一半。

从人口因素到经济方面，我们看到，随着“民工荒”的愈演愈烈，劳动所得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在社会分配中的份额将有显著提升，中低端大众消费的升级或出现爆发。

另外，人口老龄化与婴儿潮引动健康食品潮流，未来15年，60岁以上人口所占比例将从14%提升到25%以上，加上社保体系的改善，老年人保健食品需求将会有显著增长。近几年出现的结婚潮，会使得婴幼儿食品进入下一个周期性高峰。

（2）在汽车国际化方面，我们可以找到这样的论文内容：传统观点一直认为，汽车业"技术在欧洲，市场在中国"，但中国优秀出口企业却坚持发展拥有自主知识产权的技术和自主品牌，在出口方面，他们强调把"中国制造"的价格优势转化为品牌优势，注重技术、产品开发与当地需求的结合，整体上遵循"CBU（整车）输出—CKD（散件）输出—技术输出—品牌输出"这一国际成熟汽车品牌的国际化线路。

此时专家坚持，大批量客车出口意味着高额的运输费用，它将无情地吞噬着中国客车业本来就不多的利润。以CKD出口可以有效减少运输费用，然而，这不是中国顶尖行业CKD出口的主要目的，其真正意图在于，通过CKD出口进行技术输出，以此增加产品附加值，形成品牌效应。由此，中国客车出口可以获得更大发展。

拿上述的"CBU（整车）输出—CKD（散件）输出—技术输出—品牌输出"这一国际成熟汽车品牌的国际化线路来比照中国的客车企业，我们发现以宇通客车为代表的中国客车企业正是按照这种路线大步走向国际化。不仅如此，我们可以据此观察客车出口从整车到散件出口再到技术输出的进展状况了解客车公司国际化发展的进程。这使我们能够对行业整体状况一目了然。

（3）在电解铝产业结构发展演变方面，我们可以找到这样的论文内容：众所周知，一个产业的未来市场结构到底应该是个什么样的模式，不仅取决于市场结构本身的效率状况，而且还取决于该产业的特征，包括其最低资本规模、生产技术、资产的专用性程度、企业在整个产业链条中的地位和作用以及企业业务流程和产品属性等方面的特征。尽管道路是曲折的，但总体利益最大化是永恒的大方向。利用宏观经济和各种产业特征的研究成果可以让我们对宏观经济和产业发展趋势有个清楚的掌握，方向明确之后，所剩的就是路径问题了。

电解铝产业本身的特点决定了其市场结构模式必然走向寡头垄断模式，而不是其他模式。电解铝产业是利用电流对氧化铝进行电解、生产出原铝等产品的产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业，是整个铝工业生产链条的重要环节。与其他类似产业，如钢铁、石油化工等一样，都是资本密集度很高的产业，需要大型的生产设备和生产线以及很高的技术研究与开发投入。

从世界钢铁、石油化工等资本、技术密集型产业的发展状况来看，这些产业已经在全球市场范围内形成了寡头垄断结构。在日本，早在 20 世纪 70 年代，钢铁产业市场集中度 CR5 就高达 75%以上。石油化工领域，目前在世界上有 70 多个国家建有国家石油公司，在其中 55 个产油国中，有 40 多个国家只建一个石油公司，实行上下游统一经营；有 10 个国家建有 2~3 个石油公司；发达国家近年来通过并购重组形成了诸如埃克森—美孚、BP、壳牌、道达尔—菲纳埃尔夫、雪佛龙—德士古和大陆菲利普斯公司等垂直一体化的大型跨国公司。石化领域跨国公司控制了世界生产份额的 33%、贸易的 67%，直接投资的 70%，技术开发与转让的 80%以上，不仅主导着本国市场而且主导国际市场。

由于资本的密集性和资产专用性特点，电解铝产业的进入和退出壁垒都很高，电解铝产业的最低经济规模一般要求在产能 20 万吨以上，在澳大利亚企业平均规模高达 28 万吨。而且电解铝厂建设规模愈大，单位投资愈低，投资效益愈好，市场竞争力愈强。因此，企业一开始进入该产业时，就需要较高的最低经济规模，需要组建大型的企业集团，形成寡头垄断。同时，为避免在激烈的市场竞争中被驱逐出局而造成巨大的沉淀成本（沉没成本高的行业需要形成寡头垄断）损失，电解铝企业必须通过规模化、集中化形成很强的市场势力。

从中我们知道，尽管道路是曲折的，但是总体利益最大化是永恒的大方向，基于电解铝的行业特点，规模化和集中化是必然的发展趋势。在这样的前提下，再去寻找未来有前途的上市公司，马上会变得简单很多。

（4）从生活、工作、学习和人际交往中观察分析所得的各种趋势和变化。在各个国家所处的不同经济发展阶段，老百姓的精神需要、物质需要是什么？这些看似细小的问题对居民消费进而对国家的行业更替产生着重大的影响。人口年龄结构、社会文化和消费心理、人口素质等对经济的发展是决定性的和根本性的！

观察老百姓的消费需求、消费文化、生活和工作方式以及商业经营方式的各种变化趋势可以从中找到投资的灵感。

1）黄酒和中医。日常生活中，消费者已经慢慢把黄酒说成“料酒”，做菜的时候加一点，很少直接喝的。有熟人感慨，曾约了朋友去喝黄酒，结果既不爽也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不醉，没什么感觉，只好再去喝白酒。至于中医，除非到了西医无法治疗的疑难杂症，一般看中医的人很少，可问题是，成了疑难杂症后，中医往往也是束手无策。所以，近10年来，我们发现，看中医和喝黄酒的人越来越少。反映在股市上，中医药和黄酒类上市公司的活跃程度也不如生物医药和白酒类公司。

2）从2003年开始，我们发现，百货商场的人流量开始逐年增加，越来越呈现一片欣欣向荣的形势。事实上，在股市上我们看到积极扩张、最为进取的两家百货业连锁企业大商和王府井分别在2005年和2006年成为股市中的大牛股。

3）专业的投资者必须成为专职的观察者。偶然地通过对日常生活细致入微的观察分析发现趋势，并因此从证券市场赚取丰厚回报的成功案例经常见诸报端，作为专业投资人士。这是远远不够的，要做好投资就要判断清楚相关各种趋势，专业人士不能满足于被动地注意到人们行为方式发生改变的细微之处而发现一些投资机会。作为专职投资者，应该从生活细节的被动观察者升级到“主动观察+专职观察+专业观察+专业分析”，而且，专业投资人士不能仅仅满足于自身日常生活的观察，还要通过广泛而主动的人际交往汲取他人对生活方式、工作方式以及商业经营方式变化趋势的观察结果，加以综合整理分析，寻找投资机会。

4）一些优秀的书籍帮我们整理出了众多的社会发展趋势，例如一本《小趋势》，作者单从日常生活中就总结了75个小型趋势，这些小趋势对投资方向的把握都有很好的借鉴价值。

总的来看，从生活工作中发现趋势的过程可以简化为：搜集众多的现象→整理归纳→显示出某种趋势。生活中点点滴滴观察学习的积累固然重要，后续的整理归纳和分析同样不可或缺。

（5）根据资本市场中主题型证券投资基金发行中所挖掘“主题”的流行趋势来寻找投资机会的线索。

1）主题型证券基金的投资方向是基于某种经济发展大趋势。2004年11月底，博时基金在发行“国内第一只主题行业证券投资基金——博时主题行业基金”时所给出的定义为：所谓主题投资，就是对宏观经济中结构性或周期性的发展趋势或发展动力进行前瞻性的研究与分析，如全球化或技术革命等，然后再将其作为一个整体，采取适当的投资策略，准确找出并投资于即将有出色市场表现的行业或公司。2009年8月发行的“国联安主题驱动基金”拟任基金经理陈苏桥表示：主题投资是国际新兴的投资策略，其特点在于它并不按照一般的行业划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分方法来选择股票，而是将驱动经济体长期发展趋势的某个因素作为“主题”，来选择地域、行业、板块或个股。

2）从已经发行的各类主题基金的历史文件中发现趋势线索。

表 5-1 主题基金

序号	代码	名称	序号	代码	名称
1	590005	中邮核心主题	7	070010	嘉实主题精选
2	180018	银华和谐主题	8	257050	国联安主题驱动
3	180012	银华富裕主题	9	100039	富国通胀通缩主题
4	571002	诺德主题灵活配置	10	519035	富国天博创新主题
5	202007	南方隆元产业主题	11	160505	博时主题行业
6	519700	交银主题优选			

注：截至 2010 年 6 月 15 日，共有 11 只主题基金。

在各个主题投资基金的定期报告中，“基金经理报告”、“管理人报告”、“市场展望”和“投资策略”等环节都描述有基金经理对经济领域重大趋势及其发展状态的理解。

例如，在“交银主题基金”的定期报告中这样写道，“积极寻找经济结构调整和升级过程中的投资主题和优势行业，如消费升级、低碳环保、区域振兴、产业链整合、技术创新等”，其所描述的消费升级、低碳环保、区域振兴、产业链整合、技术创新等主题都是中国经济长期发展的大趋势。

（6）股市异动——利用别人的劳动成果。要学会站在巨人的肩膀上，学会利用他人的智慧，长期的投资经历告诉我们，基本不存在没有被人提前发现的投资机会，到底是用股市预测经济，还是用经济预测股市，就像到底是“鸡生蛋”还是“蛋生鸡”一样，是个古老的难题。但是，在很多时候，股市确实能够先经济而动。反映在股市上，在重大利好利空趋势被大多数投资者认知之前，相关板块上市公司的股价会发生异动。抓住这种异动，就有可能挖掘出重要的趋势性信息。

（7）公司的发展惯性。刚刚进入高速发展的公司本身就是未来高速发展趋势的重要线索。这方面，生物进化过程可以作为借鉴，当一种新的物种在其生态环境中获得竞争优势，开始快速复制时，这种趋势往往能持续相当一段时间。当达到数量极限后，能在相当一段时期内保持稳定，很难被新的物种所代替。

这点也适用于对成长企业的研究。著名投资人比尔·米勒能对戴尔、雅虎、亚马逊、谷歌这些从传统观点看不适合价值投资的公司大胆持有，一个主要原因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是他看到了这些企业、行业的发展惯性，一旦进入了这样的发展轨道，短期内是很难改变的。

一般来说，牵扯的利益主体越多，构成因素越是复杂的趋势，惯性越大，越不容易改变。

（8）风暴搜索：利用他人劳动成果，利用网络信息和研究报告。在搜索引擎中搜索"高速增长"、"高速成长"、"加速"、"加速发展"、"越来越"等关键词，可以阅读海量的有关趋势的网络信息和研究报告。

二、关键的后续工作

（一）对趋势的判断需要极为谨慎的小心求证

事物之间的联系远比我们想象的复杂，推断工作的核心关键就是"谨慎"。每一步推断都需要通过各种方式反复推敲其确定性。美国热门书籍《小趋势》书中曾以美国的男女比例关系有一个案例：统计资料显示，美国每年出生的男孩比女孩多9万，男女比约为51∶49，如果依照常识，我们完全可以据此推测未来婚配生活中男多女少的局面。可是，最终的事实却是大相径庭，在婚配中出现的却是严重的女多男少。原因在于，在从"出生比例"到"婚配比例"这个过程中，事情出现了变化，由于男孩的死亡率很高，自然成长到婚配年龄时，男女比例就已经转变为49∶51了，而且由于男性同性恋的比例远高于女性，真正适合婚配的非同性恋的男女比例为47∶53，明显女多男少！

（二）对各种趋势和重大事件的初步筛选

搜集、整理各种趋势，是个经常性的工作，不过这样下来，趋势数量会比较多，这就要求我们在后续的跟踪和调研中进一步地筛选，去粗留精（比如：重点趋势池里的趋势要保持一定的数量，进来一个就要淘汰一个）。

分析要点：

（1）趋势的可靠性：证明性资料。（众多现象串联在一起）+驱动力研究（要努力识别出趋势的核心推动力）。

（2）趋势的强度：趋势的强度及其对上市公司利润影响的量级，研究公式为"趋势导致变化的幅度/所需要的时间=趋势的强度（即要用多长的时间，达到一个什么样的程度）"。"对上市公司利润影响幅度/时间=利润影响强度"。

1）筛选出可靠并且力度强的趋势。有很多趋势，其发展周期非常长，在5~

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 年内，对相关上市公司的利润影响都不大。

另外，无论是投资界的研究报告还是各种经济文献资料，其所总结的趋势一定要有相当的资料论证（证据充分），不少报告资料中充斥着个人主观臆想出来的趋势，鱼目混珠。

这些都是我们要淘汰的。

2）对于剩余的趋势，也还要根据趋势对相关上市公司利润影响程度（量级）进行选优排序来确定优先研究目标。量级越高，强度越大，越理想。

第三节 投资机会的线索和筛选

华尔街曾经做过一次有意思的调查，对基金经理不同来源的投资标的所带来的收益进行了一次全面和综合的调研分析，得出了一个惊人的结论：基金经理投资标的的来源多种多样，有看卖方研报的，有自己调研的，有小道消息的，有自上而下的，等等。但最后发现，基金经理平均收益的 75%来自买方同行推荐的股票！

笔者想，大家投资过程中应该也会有同感，买方同行更多的交流确实是最重要和最有效的标的线索来源之一。

尽管如此，但围绕在我们身边的最多和最易于获取的，是卖方的各式各样的研究报告和海量的公司财报、公告，等等。面对海量报告和数据，如何进行有效的筛选显得尤为重要。下文列举一些筛选案例，希望我的思路能够对大家有所借鉴。

一、阳谷华泰（300121）——2014 年

表 5-2 阳谷华泰

日期	报告类型	相关品种	标题	机构	作者
2014-10-24	季报点评	阳谷华泰	短期利空出尽，第四季度受 APEC 影响促进剂、防焦剂有望提价	中投证券	李凡，周惠敏
2014-09-04	动态点评	阳谷华泰	防焦剂 CTP、促进剂均存涨价预期	广发证券	王剑雨，郭敏
2014-08-26	半年报点评	阳谷华泰	环保收紧下促进剂价格有望继续走高，防焦剂或行业格局改善在即	安信证券	王席鑫，孙琦祥等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

日期	报告类型	相关品种	标题	机构	作者
2014-08-26	半年报点评	阳谷华泰	促进剂景气大幅改善，防焦剂平稳发展	兴业证券	刘曦，郑方镳等
2014-08-25	半年报点评	阳谷华泰	受益于行业周期向上，业绩迎来向上拐点	广发证券	王剑雨，郭敏
2014-08-25	其他公告点评	阳谷华泰	中报业绩超预期，下半年环保收紧促进剂、防焦剂有望继续提价	中投证券	李凡，周惠敏
2014-08-21	调研快报	阳谷华泰	促进剂涨价在即，公司受益 APEC 召开	广发证券	王剑雨，郭敏
2014-07-18	深度调研	阳谷华泰	环保收紧使促进剂迎来景气周期，防焦剂有望借势涨价	中投证券	李凡，周惠敏
2014-07-15	其他公告点评	阳谷华泰	第二季度业绩同比、环比均大幅增长，促进剂景气向好趋势可持续	兴业证券	刘曦，郑方镳等
2014-07-15	调研快报	阳谷华泰	业绩超市场预期，环保冲击下看好促进剂价格继续向上	安信证券	王席鑫，孙琦祥
2014-07-15	其他公告点评	阳谷华泰	中报业绩超预期；第二季度迎来近年首个业绩拐点	广发证券	王剑雨
2014-07-15	其他公告点评	阳谷华泰	促进剂价格上涨，公司业绩超预期	中信建投	梁斌
2014-06-19	动态点评	阳谷华泰	行业供求持续紧张，公司中长期受益	广发证券	王剑雨
2014-06-10	其他公告点评	阳谷华泰	环保和出口共同推动促进剂价格上扬，公司步入业绩收获期	中信建投	梁斌
2014-06-06	公司分析	阳谷华泰	受益环保整合，中长期投资机会	广发证券	王剑雨
2014-06-04	深度调研	阳谷华泰	环保因素推动供给端收缩，橡胶促进剂上行趋势明确	兴业证券	刘曦，郑方镳等
2014-06-04	动态点评	阳谷华泰	环保风暴下促进剂现供给冲击，公司盈利有望大幅增长	安信证券	王席鑫，孙琦祥

2014 年 6 月起，安信、兴业、广发、中投、中信建投等众多券商频繁疾呼，促进剂要涨价！研究报告可谓是逻辑清晰，受益标的明确，如图 5-4 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

环保趋严、需求旺季，两因素导致行业库存低，货源持续紧缺。

行业数据及我们草根调研信息显示：进入 8 月中旬后，促进剂 M 产业链货源偏紧，企业普遍是低库存甚至是零库存状态。原因有二：①开工受限。在环保趋严的背景下，行业开工率同比大幅下降，自 3 月起至今，行业只能维持供需平衡；②旺季需求。化工将迎来“金九银十”旺季，目前下游企业拿货积极。
APEC 将于秋季在京召开，将是促进价格上涨的临门一脚。
近日，京津冀及周边地区大气污染防治小组召开会议，确定在 APEC 会议期间，北京及周边省市参照奥运模式，采取限制污染排放或限产措施。据了解，奥运会前三个月开始限产，考虑到 APEC 会议规模，估计本次限产应在会议召开前 2 个月左右。在行业目前库存偏低的情况下，限产必将带动价格上涨。奥运会期间，NS 价格每吨在 4 万元左右，目前价格在 2.95 万元，至少有 30%的上涨空间。
公司采用清洁型环保生产工艺，受益环保趋严。

M 是整个橡胶促进剂产业链的“咽喉”产品，其可以分为酸碱法和溶剂法两种生产工艺。溶剂法工艺生产属于环保清洁法，目前国内仅三家企业可以采用溶剂法生产。公司是国内最大的溶剂法生产 M 企业，全部可以供给下游促进剂 NS、M 的生产，将充分受益环保趋严带来的产品价格上涨。
预计 2014~2016 年业绩分别为 0.26、0.44、0.58 元/股。

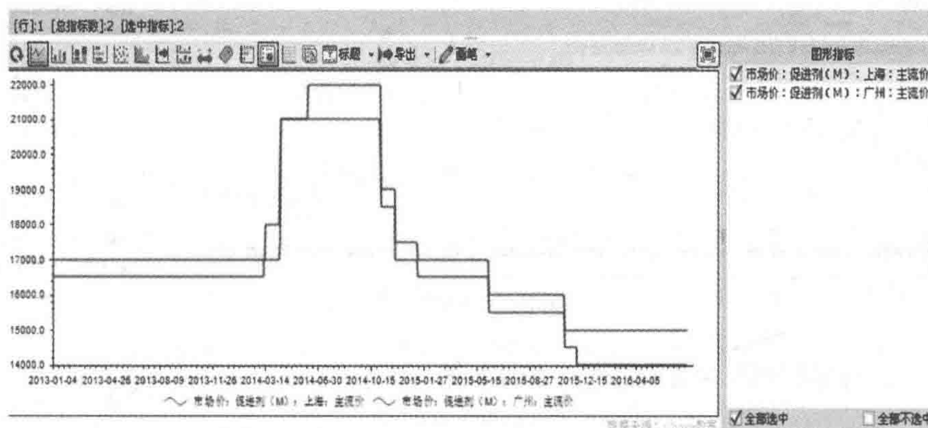


图 5-4 预估情况

资料来源：20140821—广发证券—阳谷华泰—300121.SZ—促进剂涨价在即，公司受益 APEC 召开。

现实情况却是：从 2014 年 8 月之后，促进剂 M 价格从 21000 元一路狂跌到 13000 元。

教训：

（1）对趋势的判断务必要慎重，不要选择生僻的公司和细分的小产品进行趋势判断，因为细分领域关注人有限，必然信息不足，缺少可以相互印证的更充足的资料。

（2）判断小产品的价格走势超过了券商研究员的能力范围：化工行业研究员需要一定的公司覆盖面，不可能专注于一两个细分产品成为细小产品专家的，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必然导致他们对生僻小产品判断上的不准确。如果一定要研究，应该去向更具备该能力的人寻求答案。就此个案，作者寻找了阳谷华泰的一家同行，做出了准确的判断。



图 5-5 阳谷华泰

二、中国汽研 601965——2014 年

A	B	C	D	E	F	G
中国汽研--601965	2015年年报	2014年年报	2013年年报	2012年年报	2011年年报	2010年年报
同比增长率 归属母公司股东的净利润(%)	-24.80	-2.08	41.77	48.81	44.38	84.23

站在2014年上半年的角度来看，公司业绩持续高增长，数据非常亮丽！

2014-03-21	年报点评	中国汽研	技术服务业务盈利能力进一步增强	山西证券	刘小勇，王德文
2014-03-20	年报点评	中国汽研	具备核心竞争力，关注能力释放进度	西南证券	徐永超，高翔…
2014-03-18	年报点评	中国汽研	超预期是公司的主旋律	广发证券	张乐
2014-03-18	年报点评	中国汽研	技术服务业务毛利率创近年高峰，2014为市场开拓年	平安证券	王德安，余兵…
2014-03-18	调研快报	中国汽研	13年技术服务业务助公司业绩增长质量超预期	瑞银证券	陈实，邹天龙
2014-02-24	调研快报	中国汽研	公司合理利用资源，积极布局未来有增长潜力的电动车和SCR业务	瑞银证券	陈实，邹天龙
2014-02-21	事件点评	中国汽研	坚持检测主业，注重产学研一体化发展	广发证券	张乐
2014-01-25	其他公告点评	中国汽研	主营业务超预期，土地补偿增厚业绩	西南证券	梁超，徐永超…
2014-01-22	调研快报	中国汽研	检测业务超预期增长	招商证券	汪刘胜，唐楠…
2014-01-22	调研快报	中国汽研	“主业增长+征地补偿”双因素助公司业绩超预期，维持买入评级	申万宏源	孔读飞

图 5-6 预期：公司业绩继续高成长（原有业绩增长趋势持续）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

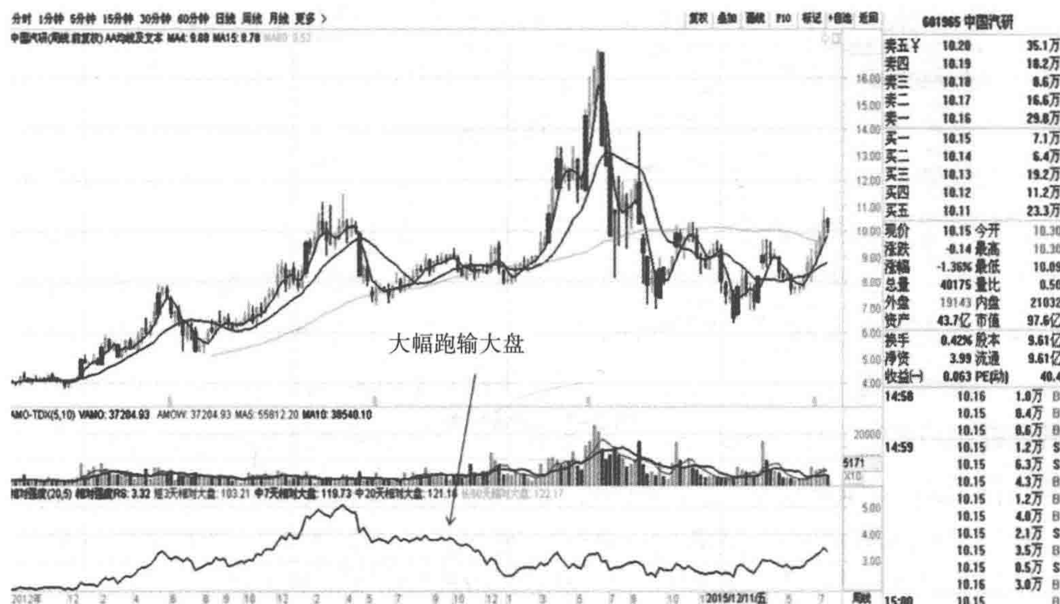


图 5-7 中国汽研

教训：

（1）不要选择生僻的行业和公司，除非你有独到的能力范围或其他充分的理由。公司主营汽车检测行业，上市公司仅此一家，在这种情况下，公开资料肯定有限，难以进行同行对比和信息来源的相互印证，这将大幅增加研究难度，花费更多的时间选择这样的公司研究不仅得不偿失，而且容易出错。

（2）尊重常识：持续高成长的纯粹国企十分罕见。

（3）股市投资的关键是追求确定性，逻辑推理不严谨是最大忌讳！

三、华盛天成（600410）——2014~2015 年

2014 年初，随着华胜天成与 IBM 在基础软硬件领域展开合作，投资者对 IBM 对华盛天成持续的技术转让预期强烈，券商不断调高华盛天成的业绩预测（见图 5-8），发布研究报告认为其业绩将爆发性增长。

更有政治思维能力的民间投资者早就看透了合作难以深入的根源并形成了明确和准确的判断，见下文：

今天华盛在公布首台服务器“利好”时“突然”跌停，个人认为核心就是怎么理解首台高端服务器的下线。实际上支持华盛股价预期的就是对高端服务器高利润蓝海预期，大家都知道华胜天成已与 IBM 签署数据库软件程序源代码许可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

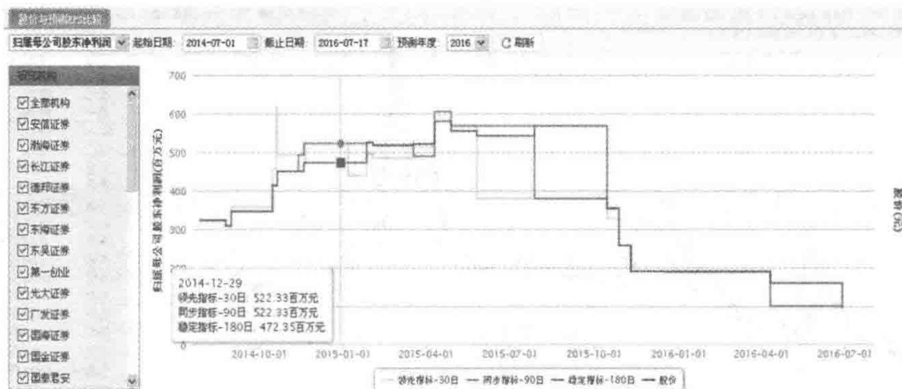


图 5-8　业绩预测

公司介入—扫开放性阴霾，公告暗示其他环节合作。华胜天成的本土渠道与产品需求理顺开放性问题，并通过企业 IT 商品的形式搭载 Power 服务器、Informix 数据库及其他环节。预计中间件、ERP、OA 软件等领域还可能与其他厂商合作。北京市经信委参与表明政府部门的正向态度。

维持"增持"评级和盈利预测。预计2014~2016 年利润为 1.27、5.01、6.18 亿元。每股收益为 0.20 元、0.78 元、0.96 元。

股价表现的催化剂：新云的服务器发布。

图 5-9　文件内容

资料来源：20141121—申万宏源—华胜天成—600410.SH-Informix 合作再解开放性难题，静待增量开放。

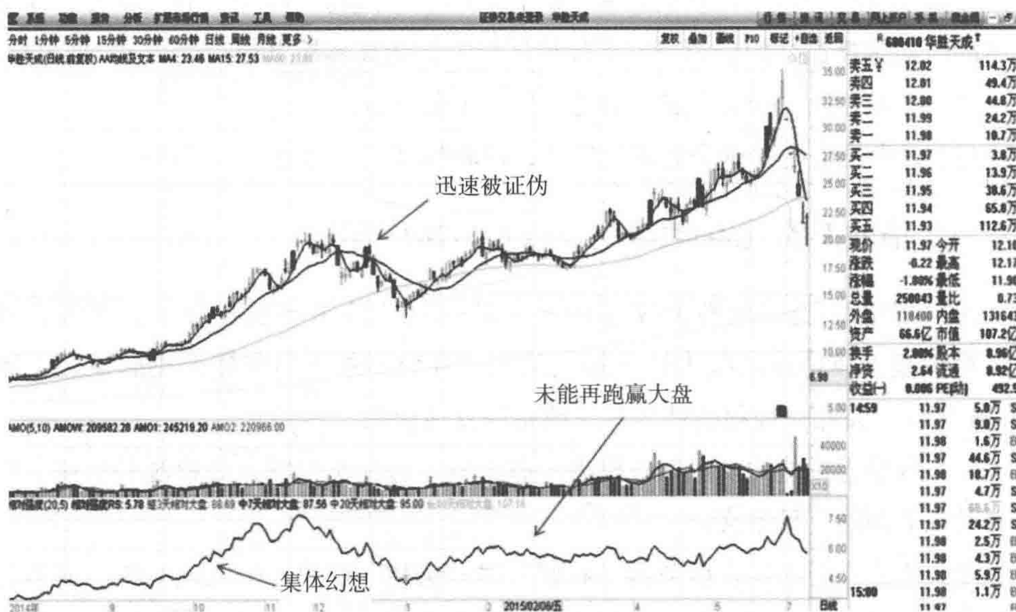


图 5-10　华胜天成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

协议，并发起成立 TOP 公司，很多人内心都认为这只是和 IBM 合作的第一步，后期应该还有高端服务器核心技术的转让，也许华胜还将因此增发引进战略投资者在扩建高端服务器生产线，这是所有持股人的希望和梦想。突然间首台“高端服务器”就下线了。回过头来看看这意味着什么：华胜和 IBM 在高端服务器上的合作其实就是 IBM 提供数据库软件程序源代码许可让华盛自行生产服务器，提供数据库软件程序原代码许可并帮助华盛消化吸收就是合作的主体，那些所谓的想象中的后续合作根本就不存在。华胜是国内第二家从 IBM 拿到数据库软件程序原代码许可的公司，根本不具有独占性，它的股价支撑点在哪儿？

各位一定要注意在框架协议中有一重要条款“在美国政府许可范围内转让技术”，美国是对天草技术封锁最严的国家，根本不可能同意 IBM 转让真正的高端服务器核心技术。所以说那些一天到晚做中国 IBM 梦的小散户根本就是痴人说梦！

而专业化的券商依然在展望美好的未来。

表 5-3 券商对华胜天成的展望

2015-02-03	其他公告点评	华胜天成	2015 布局完善年，2016 业绩兑现年	中信建投	吕江峰
2015-02-02	事件点评	华胜天成	静待转型落地开花	长江证券	马先文
2015-01-26	调研快报	华胜天成	完善生态布局，POWER 服务器批量交付在即	招商证券	郝彪
2015-01-26	调研快报	华胜天成	市场空间广阔，携手 IBM 有望弯道超车	长江证券	马先文
2015-01-08	事件点评	华胜天成	数据库人才落实，相关产品有望不久落地	中信建投	吕江峰
2015-01-08	事件点评	华胜天成	收购沃趣科技点评：数据库业务迈出坚实一步	民生证券	尹沿技，李晶等
2015-01-07	事件点评	华胜天成	高端基础软硬产品本土化进展顺利	民生证券	尹沿技，李晶等

教训：

（1）常识和能力圈是准确判断的关键，过于专业化的思维方式会蒙蔽双眼，而超越能力圈更是会变成睁眼瞎。

（2）个案性的事件，可咨以相互印证的信息少，准确判断难度很大。

（3）判断政治成分大的个案超越了券商研究员的能力范围（应该去向更具备该能力的人寻求答案）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、东软载波（300183）——2014~2015 年

O2O 渠道发展模式，而微软、高通、LG 等近期组建 AllSeen 联盟，解决阻碍智能家居发展的顽疾——产业标准，巨头的加入，不仅证实产业发展方面，而且大踏步加快行业发展进程，公司智能家居业务将随行业的崛起而崛起，拥抱千亿以上级别的巨大市场。
快速崛起的成长类公司，重申买入评级。
我们认为，6 代芯片带来公司革命性的变化，公司将成为一家新兴崛起的局域网、物联网方案提供商，公司未来不仅提供智能家居解决方案，而且提供局域网、物联网解决方案，双轮驱动新业务成长。从业务发展看，6 代芯片应用领域大幅拓展，市场空间巨大，电力猫、安防、智能家电等产业对通信模块的需求超百亿元，而国网双向互动信息交互系统带来公司传统业务新的发展动力，传统业务 2015 年迎来新一轮成长，智能家居跟随行业的崛起而崛起，更是千亿以上级别的市场，外延式扩张预期依然存在，未来几年公司高成长高估值，公司将是新一轮智能化浪潮中核心受益企业，是一家快速崛起的新兴成长类公司，预计公司 2014~2015 年 EPS 为 1.8 元、2.8 元、4.06 元，PE 分别为 22 倍、14 倍、10 倍，重申“买入”评级。

图 5–11 预期

资料来源：20140704—浙商证券—东软载波—300183.SZ—公司步入新的发展主旋律——崛起。

这是一篇让人崩溃的研究报告！作者产生预期的出发点是一种趋势，巨头涌入智能家居行业，令人惊奇的是，作者由此直接得出了文中所说的“利润高成长”，而这中间所有的环节，包括巨头涌入到市场需求实际增长，市场对技术方案的选择以及同行竞争获取市场份额等中间环节里非常艰难和极为不确定的环节都全部被不以为然地忽略掉了。

以本书前文所述，本研究报告推荐的投资机会处于预期阶段，属于“间接相关因素处于趋势中”，而且还是非常间接，间接得很遥远，这种投资机会的逻辑要为市场接受的话，需要极度乐观的市场氛围。

成长能力　　没有高增长

还原　旋转　导出到excel　范围选择　时间排序

	2015年年报	2015年中报	2014年年报	2014年中报
利润总额(%)	20.30	18.84	9.12	-11.80
归属母公司股东的净利润(%)	12.52	15.33	3.86	-7.92

图 5–12 分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

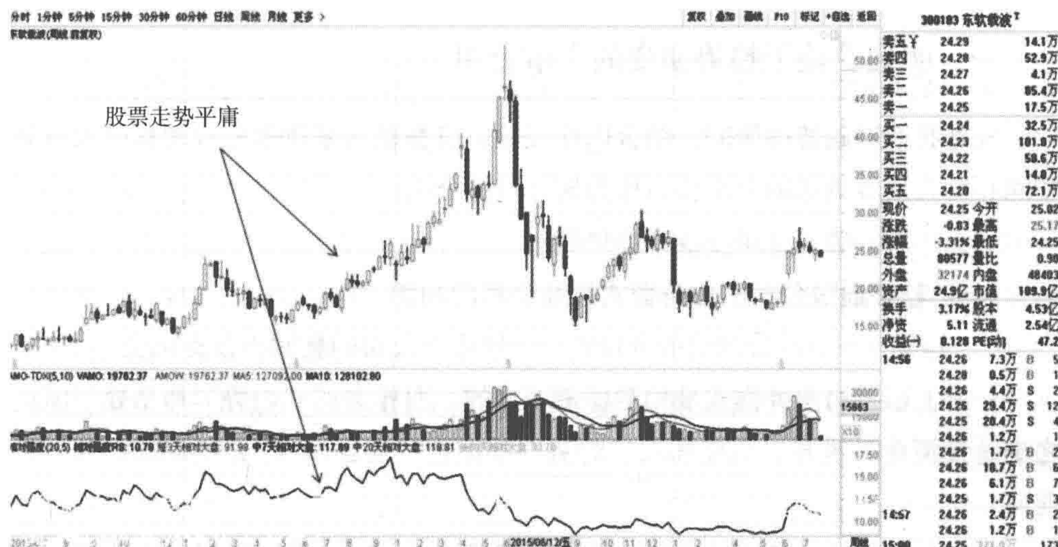


图 5-13 东软载波

教训：

逻辑严谨是证券投研工作的关键和灵魂，某些研究报告没有任何严谨性、做梦似的想好事，不要去理睬！

第四节 储备公司第一步
——选择受益于趋势或事件的上市公司

未来的投资机会无论是行业型、主题型或者自下而上公司型的，最终都要落实到公司上。

长线做成长，短线做弹性，如果能够找到具备长线成长潜力，对趋势的发展又具备良好的短线弹性的公司，是最理想的结果。

筛选储备公司步骤：

第一步是选择受益于趋势或事件的上市公司。

第二步是分析目标公司的长线成长因素。

长短共振者为最佳目标公司，即长线趋势向好，短线由事件导致趋势加速或趋势自下向上拐头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、明确受益于趋势演变的上市公司

根据我们对趋势的研究，结合以往经验，发掘在未来数年内可能有巨大发展空间和巨大发展机遇的上市公司作为储备目标公司。

那么，怎么确定公司受益于趋势呢？

（一）趋势通过公司的业务模式提高公司的利润

趋势——通过公司的业务模式——作用于公司的利润⇒投资机会

一家上市公司业务模式是相对稳定不变的，而相关的“趋势”却是处于演进之中，弄清业务模式，关注相关“趋势”的演进“进程”，就可以走在财务报告前面。

上市公司的业务模式可以通过公司的招股说明书、增发（配股）说明书、券商研究报告或公司网站很容易获取。投资者需要做的工作就是从其中以最简短的语言（如：1 家公司不要超过 100 个字）将其提炼出来。

（二）趋势通过企业假设提高公司的利润

趋势——通过公司的经营假设——作用于公司的利润⇒投资机会

企业的经营假设是企业的业务模式背后的因素，相对于业务模式，经营假设的稳定性更高。

（1）企业假设是企业成败之源。企业界的超级巨星，有时会突然业绩下滑，市场竞争频频受挫，经营陷入困境，而且应付这类危机时似乎力不从心。危机的根本原因，并不是管理人事情做得不好，甚至不是他们做错了什么事，抑或是因为他们在原有的方式下做得太好了而适得其反。那么为什么会出现这种明显矛盾的现象呢？答案是：管理人据以建立并经营一个组织的理念假设，已不符现实需求了。这些假设决定了一个组织将开发哪些市场及顾客、将和什么样的竞争者竞争（业务模式），也决定了该组织的价值观及行为（企业文化）。他们决定了一个组织将以哪一种科技以及发展趋势作为经营方向，从而界定它的竞争优势与弱点。这些假设被称为一家公司的“经营假说”、“企业理论”、“企业概念”等。

所以，严格来说，没有绝对好的公司，只有最适应环境的公司，经营背景环境的发展趋势决定着什么样的公司将崛起，什么样的公司将没落。

（2）企业经营假设分为以下三个部分：

1）对组织外部的假设。即关于社会及其结构、市场、顾客与科技情况的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估判。

2）对组织特定使命的假设。如美国电话电报公司把自己的使命界定为“确保每一个美国家庭及公司都能装设电话”；通用汽车的经营使命“成为陆上动力运输设备的领导者”。

3）对公司自己核心竞争力的假设。为了达到既定使命，组织应该建立什么样的能力。如美国电话电报公司“建立科技领导地位，让公司能在稳定维持低费用率的同时，持续提升服务品质的能力”。

对组织外部的假设，界定了该组织今后获取报酬的范围；对使命的假设表明了对自己作用和价值的期待；核心竞争力的假设则界定出了该组织必须具备胜过竞争对手的能力。

一套经营假设成功的时间越长，在企业内部沉淀的文化底蕴就越发深厚，对自我模式的自信也就越发盲目乐观，一旦外部环境改变，企业假设与现实环境出现脱节和背离，企业进行调整以适应新环境的难度也就越大。

（3）企业假设有核心假设和细节假设之分，核心假设是一家公司创立的根基，而细节假设只是对企业经营管理的局部方面和环节发生作用，是企业经营过程中对内对外所形成的一些阶段性和局部性的判断。投资者要善于区分这两种假设。

当外部经营环境出现变化致使企业的核心经营假设失效时，作为投资者，最简单正确的做法是寻找拥有新的经营环境相适应的企业假设的企业来投资，等待企业校正自己的经营假设进而校正企业文化和业务模式是个风险很大的事情，除非该企业有什么其他因素让你对它更有信心。

而相反，如果企业的经营假设独特，且越来越被社会发展趋势所证明是正确的，那就可能隐藏着一个非常好的投资机会。

举一个大家都熟悉的例子，乳品行业分为两个阵营，一个是巴氏奶，以三元和光明为代表，它们的经营假设是消费者更喜欢新鲜和营养全面的牛奶；另一个阵营是常温奶，以蒙牛和伊利为代表，它们的经营假设是消费者喜欢保质期更长的牛奶。近 10 年来我们看到，每年春节送礼时，大家都喜欢购买保质期长的牛奶，至于巴氏奶营养更全面和更新鲜的优点被绝大多数消费者忽略。

可以看出，消费市场的发展趋势证明了常温奶阵营企业假设的正确性，事实也证明了蒙牛和伊利的发展的确比三元和光明更胜一筹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、未来几年利润爆发性强的公司

如实施了扩产、收购等大规模扩张行动，或重大多元化投资项目、主业转型，或公司正在进行营销体制改革，或具有独特并开始显现优势的行业竞争战略，独特并开始显现优势的盈利模式，或学习曲线向上拐头等因素。

道理很简单，生意场类似赌场，充满了不确定，但是有一点是确定的，只有押了大筹码的人才能获得大收益。通过快速和大批量浏览券商的公司研究报告，可以很容易搜集到积极进取扩张中的上市公司，与其原有经营规模相比较选择其中增幅较大的上市公司作为储备对象的初选目标。

另外，除了规模扩张之外，营销体制改革、毛利率提高、现有生产能力的充分利用以及其他因素也都有可能诱发公司利润的高增长。

例如：内部销售模式改革、外部医改使双鹭药业（002038）2007 年、2008 年净利润以 181.71%、61.62%的幅度连续高增长，股价也在 2007 年上涨了 574.35%，2008 年在大盘暴跌的情况下仍然逆势上涨了 17.75%。

虽然我们一直对公司主业转型和多元化投资长期效果的成功概率持怀疑态度，但如果企业主业转型坚决，而形势发展证明了公司主业转型的前瞻性，新主业遇到巨大发展机遇时，不排除上市公司股价具有相当的参与价值，如宏达股份，由小化工企业转型为有色金属资源类公司，从 2004 年 3 月 25 日到 2010 年 3 月 25 日股价上涨 24 倍多，不仅在原有的化工行业 6 年涨幅中遥遥领先名列第一，就是在新主业有色金属行业排名中也在前列（但是要牢记，对于借助新业务大规模转型的上市公司，不能做长线）。

多元化投资也同样，以辽宁成大（600739）为例，尽管公司一直强调自己是有限多元化，但多年来其投资项目从商业连锁、生物制药、金融到新能源，投资跨度很大，而公司又没有专业金融投资公司严格的投资决策流程，所以理论上很难对公司的前景有乐观的判断，甚至连公司自己都承认，当年投资广发证券，都是歪打正着，但无论如何，这次投资的收益太巨大了，在 2005~2007 年的金融股行情中，公司股价上涨了 34.65 倍，由于基数低，起步晚，所以在 2005 年初到 2007 年底的金融大牛市行情中，其上涨幅度不仅在医药行业排第一，甚至远远超过了证券行业的领头羊中信证券（上涨 20.5 倍）。

自 1999 年公司投资 2.78 亿元成为广发证券的第一大股东后，对广发的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益就一直是公司的主要收入来源之一，2005 年该项投资收益已占到公司净利润的 57.9%。1999~2005 年，辽宁成大共获得投资收益 3.65 亿元，计投资回报率已达到 80.8%。2004 年，在收购了辽宁万恒、辽宁物贸等 3 家公司持有的广发证券股权之后，公司对广发证券的持股由 20%增加到 27.31%。

如果从中信证券上市的第二个月 2003 年 2 月初开始计算，到 2007 年底，中信证券上涨 17.06 倍，辽宁成大上涨 13.22 倍。但由于辽宁成大的金融行业属性有一定的隐蔽性（该公司在 2007 年 7 月才被列入到证券业指数中），所以上涨起步较晚，因此，如从 2005 年初到 2007 年底这一段金融大牛市来计算，辽宁成大的涨幅甚至远超过了中信证券。另外，广发证券从 2001~2007 年持续的高速扩张从而抓住了 2005~2007 年证券业需求扩张的行业机遇，也是辽宁成大涨幅巨大的主要原因之一。

三、主业鲜明

目标上市公司的产品线不要太宽，主导产品或产业稳定且不要超过 3 个（2 个或 1 个最理想）。如果我们的投资标的主业很多，那么能够影响公司经营业绩的因素就会很多，一不小心，就容易遗漏重要因素，导致分析判断失误。做投资类似战争，要取得胜利，就要善于集中优势兵力消灭有限敌人，所以，比较理想的投资目标，其主导产品或产业一定要少，从而影响公司利润的因素也少，公司容易分析清楚。

在上市公司中，那些产品周期长、最好是多少年都靠那几个产品而且一直活得很好的公司，因简单而容易搞清楚。而那种靠出新产品实现盈利增长的公司，如果几天就能够推出一个新产品，并不是不好，只是我们不知道新产品的市场前景怎样，生命周期到底有多长，可能我们还没有搞清楚，它已经更新换代了。所以，目标上市公司主导产业或产品稳定并且数量少是一大优点。

同理，相对于股东结构复杂的上市公司，大股东单一且稳定的公司简单清晰，确定性更好，容易分析清楚。

四、估值相对较低

（一）估算合理的市盈率

估值的高低是相对的，低于合理的市盈率一定幅度我们就可以认为是估值较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低。对于业绩增长速度较高的上市公司，应该支付更高的市盈率。

另外，公司的合理市盈率还与投资者所期望的收益率、投资者所预判的风险程度以及市场当时的无风险利率相关。

表 5-4 为高科技上市公司在不同 EPS 年增长率下合理的市盈率。该表是在假设增长期结束后公司 PE 稳定在 25 倍、投资者期望资金年收益率 15%、上市公司无股息分配（即利润全部再投资以维持 EPS 增长率）的情况下计算得到。PE 保持稳定是指在满足 15%年收益率的情况下 PE 保持稳定，也即：股息率 + EPS 增长率 = 15%。

表 5-4 市盈率（一）

净利润年增长率（%）	增长 5 年后 PE 保持稳定	增长 10 年后 PE 保持稳定	净利润年增长率（%）	增长 5 年后 PE 保持稳定	增长 10 年后 PE 保持稳定
0	12	6	30	46	85
5	16	10	40	67	179
10	20	16	50	94	356
15	25	25	60	130	679
20	31	38			

注：设投资者期望资金年收益率为 15%。

高科技公司以 2004 年 9 月 9 日上市的双鹭药业（002038）为例，其净利润从 2003 年年报的 3120 万元增长到 2008 年的 21843 万元，年复合增长率高达 47.58%，而且年年都有派息，年复合增长率可以大致视为 50%，连续增长了 5 年。在这种情况下，即使从 2009 年开始市场对其未来预期年收益率仅为 15%（实际上肯定不止 15%），那么从表 5-4 查出，在 2004 年的时候，其合理市盈率也应为 94 倍（实际上应该更高），但由于 2004 年股市笼罩在悲观气氛之中，双鹭药业上市首日 PE 仅为 29 倍，估值处在很低的位置。事实证明，双鹭药业从上市到 2010 年 3 月 25 日止，股价上涨了足足 21 倍多。

对于稳定增长的传统行业上市公司，如果投资者的预期收益率为 10%，其中 2%的股息分配收益，在其他条件与上表相同的情况下，传统行业上市公司的合理市盈率如表 5-5 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5–5 市盈率（二）

净利润年增长率（%）	增长 5 年后 PE 保持稳定	增长 10 年后 PE 保持稳定	净利润年增长率（%）	增长 5 年后 PE 保持稳定	增长 10 年后 PE 保持稳定
5	22	19	15	34	47
8	25	25	20	42	72
10	27	30	25	52	108
35	76	233	55	152	927
45	109	476			

传统行业以王府井（600859）为例，2004 年 4 月 30 日的市盈率为 180 倍，感觉可是真够高的了，但是王府井的净利润从 2003 年的 1269 万元增长到 2008 年的 3.44 亿元，连续 5 年的年复合增长率达到了 93.48%，按照表 5–3 都已经无法查询这种高成长了，所以虽然已经存在 180 倍的市盈率，但从 2004 年 4 月 30 日到 2009 年 4 月 30 日，王府井仍上涨了近 9 倍。到 2010 年 4 月 1 日，股价已上涨了 14 倍多。

（二）行业生命周期

如果判断增长期结束后公司 PE 将稳定在高于 25 倍，例如 40 倍的水平，那么上市公司目前的合理市盈率也应同比例调高。如果判断增长期结束后公司 PE 将稳定在低于 25 倍，例如 15 倍的水平，那么上市公司目前的合理市盈率也应同比例调低。

上市公司所在行业的生命周期决定着上市公司在增长期结束之后公司将可能获得的 PE 倍数。

根据行业生命周期理论，一个行业的生命周期一般分为 4 个阶段，即初创阶段、成长阶段、成熟阶段和衰退阶段。而不同行业其生命周期持续的年限也不同，有的行业能持续数千年、数万年，而有的行业甚至是 10 年不到的生命周期。

在我国现阶段投资，生命周期越长的行业、生命周期中所处阶段越靠前的行业应该获得比其他行业更高的市盈率，经营越稳健的上市公司越应该获得比其他公司更高的市盈率。原因是：一方面，我国处在经济高增长时期；另一方面，我国资本市场中投资者对公司管理者的约束机制尚不健全，上市公司扩张欲望较强，存在较严重的非理性规模扩张成分，上市公司的分红率普遍很低，这使得上市公司每年的净利润规模其实也只是代表着公司净资产增长规模的一个数字而已，在不分红的情况下，净利润都转化为了固定资产和营运资金。对于生命周期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



较短的行业以及经营状况不稳定的上市公司，一旦上市公司所在行业进入衰退阶段，发生行业危机和公司业务缩减的时候，固定资产这堆东西对股东毫无意义，我们的投资本金和每年的利润转化成的固定资产和营运资本，说不定以后某天就会巨额减值一次性全部消失。

产业生命周期知识介绍

产业生命周期理论：产业生命周期理论认为，产业如同能动的生命体，它的规模和盈利能力并不是固定不变的，而是随着时间的推移而发生变化，存在着从成长到衰退的生命周期，而所谓的产业生命周期则是指某个产业在市场上从产生到衰退的时间周期，一般分为孕育期、成长期、成熟期和衰退期。

企业生命周期理论：企业生命周期是在产业生命周期的理论基础上进一步提出的，强调企业也有发生、发展、灭亡的过程。其中美国管理思想家艾迪斯的生命周期理论广泛为人们所接受，他将企业生命周期法分为成长和老化两个阶段，其中成长阶段进一步细分为孕育期、婴儿期、学步期、青春期和盛年期五个阶段，老化阶段细分为贵族期、官僚早期、官僚期和死亡期四个阶段，成长期和老化期的转折点是稳定期。

1. 漫长型产业生命周期

此类产业的生命周期特别长，甚至不会退出市场。一类是人类生存必需的产业，如纺织业、服装业、建筑业等，这些产业本身不会退出市场，但是其规模和发展速度与人口规模和增长速度有关。另一类是和其他产业发展密切相关的基础产业，如邮政业、交通运输业、电力产业等，这些是其他产业发展必不可少的基础，主要依靠其他产业的发展来拉动自身的发展，往往和社会整体发展速度有很大关系。电力行业的发展就是一个很好的例子，电力产业产生于19世纪末，20世纪前电力业规模并不大，但随着工业的发展，需求越来越大，而在工业发展到20世纪70年代之后，随着发达国家第三产业比重越来越大，发达国家发电量年增长率呈下降趋势，而此时发展中国家的发电量随着工业的高速发展开始迅速增长。

2. 快速型产业生命周期

此类产业的特点是当产业进入市场之后立即快速发展，但很快就进入衰退期，甚至退出市场。此类型的产业生命周期多出现在热潮型产品中，热潮型产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品只是满足少数人一时的好奇心或需求，当人们过了这个时期之后，产品就不再被人们追捧。如前几年流行的呼啦圈产业就具有这种典型特征，从开始流行到风靡只有几个月的时间，随后就进入衰退期，现在除了舞台之外更是鲜有发现。这种行业，从供不应求转变为供过于求之后就见顶。

3. 夭折型产业生命周期

此类产业的特点是进入市场之后，经过一段时间的成长，还没有进入成熟期就被市场淘汰，主要有三种情况：一是由于新技术的发展，出现了性能更好的替代品，使得原来的产品退出市场而夭折；二是由于某些新产品由于技术本身的不完善或存在功能障碍，在大批生产前就不得不退出市场；三是在市场开放的环境下，由于国外新技术的进入对国内技术落后产业冲击而造成国内产业的提前夭折。如通信工具中的一二代手机的快速夭折，我国干线飞机的产业由于麦道、空中客车公司的进入而提前夭折。

4. 突变型产业生命周期

此类产业的特点是产业进入成熟或衰退期之后，该产业实现了技术创新或开拓了新的市场，从而带动该产业的快速发展，进入新一轮的成长期。例如钢铁产业随着氧气顶吹炉的发明推广及连铸技术的出现，从而在世界范围内步入新的发展阶段。

第五节 储备公司第二步——筛选企业的长线成长因素

筛选企业的长线成长因素包括两大方向：一个是巴菲特的护城河，意指企业抵御竞争对手对其攻击的可持续竞争优势；另一个是竞争性行业中优秀的经营管理团队。

一、寻找中长线牛股

（一）发扬光大巴菲特的护城河

1. 巴菲特的护城河——壁垒

巴菲特的护城河是指企业抵御竞争对手对其攻击的可持续竞争优势。我们亦可以称之为壁垒。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有技术壁垒优势、市场与品牌壁垒优势、政策壁垒优势，资源壁垒或生产能力的形成周期较长，总之具备至少中短期内他人难以复制的优势，统称为壁垒优势。

壁垒的存在体现为较强的议价能力或者较低的生产成本，最终体现为财务上较高的净资产收益率。

北京大学光华管理学院的张维迎教授曾经就企业的核心竞争力做过非常精辟的描述：核心竞争力建立在企业资源有效整合的基础之上，这些有形、无形的资源要变成企业的核心竞争力，必须具有以下五个特点：一是“偷不去”，即不可模仿性。由于产品与工艺不同，很难被人模仿。如果很容易被模仿，企业就没有竞争力。二是“买不来”，即不可交易性。这种资源如果能在市场上买到，就不能构成核心竞争力。三是“拆不开”，即资源的互补性。如果企业资源很容易拆开，同样不能形成核心竞争力。一流企业是用三流的人干二流的事，赚一流的钱；三流企业则是用一流的人干二流的事，赚三流的钱。企业更能赚钱，因为其组织制度是一个互补性的平台，虽然每个人都是一，但两个人加起来一定要是三或四。四是“带不走”，即资源的企业归属性。企业的资源应该是属于企业而不是某个个人的，举个例子，如果一个企业的客户可以被轻易带走，这个企业肯定缺乏竞争力。五是“溜不掉”，即资源的延续性。企业的核心资源需要不断开发，不能今天还称之为竞争优势，到明天就失去了。

在实际商战中，任何壁垒都是有时间期限的，无限期独占是极为罕见的，短期的独占已经能够为企业带来丰厚的经营利润，能够为投资者带来丰厚的投资回报了。所以，作为证券投资实战人士，我们着眼于中短期内他人难以复制的优势，强调了中短期这个时间因素并希望能够尽量在量化等级上预估壁垒价值，目的为投资机会寻找线索，张教授着眼于企业的长远发展和核心价值，是我们上文所述壁垒优势的理想境界，但张教授对核心竞争力所述的五个特点对于我们寻找和判断壁垒优势企业具有很大的参考价值。

公司作为资源（包括人、财、物等）的整合平台，资源整合的复杂性越强，可能的壁垒也越强，而单一的技术优势则很容易失去。在现实投资分析中，一些意义不大的壁垒优势经常被券商研究员高估，从而高估了上市公司的成长速度。如证通电子、九阳、新疆众和等公司，所谓的壁垒在行业竞争面前显得软弱无力，公司毛利下降迅速。这点我们将在后文“避开没有意义的壁垒中”叙述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复杂的公司重建的难度大、壁垒高，能够完成复杂工艺整合、复杂技术整合、复杂组织协作整合、复杂业务流程组织、复杂企业文化和制度整合的企业往往是壁垒高的理想投资目标，但是对其经营管理效果的判断标准必须要简单，也就是说要寻找能做好因复杂而难以做好的产品或服务的上市公司，我们自己的裁判角色要容易做。

2. 一些重要的护城河

（1）无形资产。包括品牌、专利、专营权和其他能够带来较低成本的各种企业优势。

品牌代表着消费者对生产者的信任，品牌价值的关键是看品牌能否为产品带来更高的价格，这方面我们在后文有专门的分析。专利，企业最重要的优势是由一大批专利所支撑，或者企业具有持续的技术创新和专利获取能力，少数专利所形成的壁垒很容易受到挑战，不确定性大。专营权是指需要审批的营业资格，其机会在于新的审批越来越难，程序越来越复杂。专营权分为两类，最理想的投资标的是进入审批门槛高但产品或服务的价格市场化的专营权，而如果进入审批虽难但价格受管制的，从投资角度来看，基本可以不予考虑。

无差异产品，主要看成本优势，能够带来成本优势的壁垒有：

1）业务流程优势：壁垒主要在于为适应特定业务流程而进行的企业文化转变需要很长的时间；当企业文化取决于公司稳定的核心决策团队（如个人大股东）的性格、价值取向时，企业文化的转变甚至都是不可能的，这意味着竞争对手的模仿甚至都是不可能的。

2）更优越的地理位置（比流程优势更有持久性）：水泥、石料、钢铁、煤炭等具有较低的价值重量比行业的地理位置很重要。如安徽的恒源煤电，公司地处经济发达的华东地区，由于交通运输距离短、费用低，与距华东地区远的煤炭企业在争夺华东煤炭客户上具有一定的优势。对于水泥来说，公路的运输半径在200~300千米，铁路的运输半径在1000千米左右，新疆水泥生产企业天山股份（000877），由于地理位置的优越，受益于2010年以来全国掀起的新疆建设高潮。

3）独特的自然资源：如盐湖钾肥的钾肥资源垄断性占有，獐子岛对北纬38度虾夷扇贝养殖环境的占有，等等。

（2）规模壁垒。规模壁垒的关键不在于绝对规模大小，而在于相对竞争对手的规模大小。无论是生产型还是非生产型公司，固定成本所占比例越高，变动成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本所占比例越低的行业，规模优势越明显。配送网络方面的规模优势也非常明显。

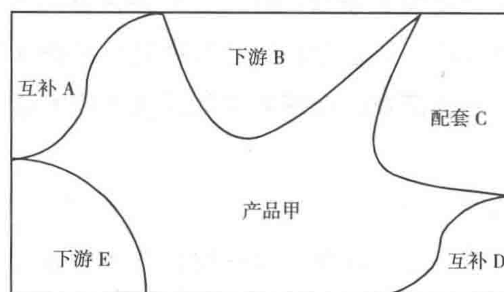


图 5-14 核心产品和服务（一）

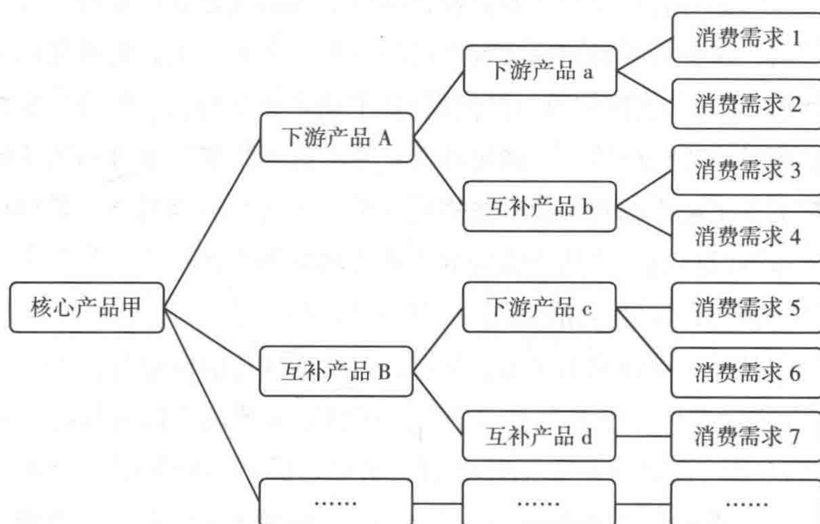


图 5-15 核心产品和服务（二）

（3）大价值系统中的核心产品和服务。

如图 5-14、图 5-15 所示，一种产品或服务依赖大量互补产品或服务共同服务终端客户，周围大量的配套、下游和互补产品与该产品契合，如果这种契合建立在产品甲具有垄断性占有的某种特征之上，产品甲很难被替代掉，并且，该价值系统越庞大，其持续发展的自我强化能力越强，产品甲的价值随之不断上升。

从竞争的角度看，一旦周围大量的配套、下游和互补产品与该产品契合，便形成了一个自我强化的价值体系。竞争者如果要效仿，便必须再现整套系统，而不是仅仅简单抄袭一两个没有内在联系的产品特征或实施特别行为的方式。而且，即便竞争者在单一产品的功效上更强，但他面对的竞争对手并不仅仅是该产品，而是整个价值系统，在价值系统变得足够大之后，单一的竞争对手想要获胜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将变得几乎不可能。

高科技行业中技术路线阵营之间的竞争，如平板电视中液晶和等离子阵营的竞争，新能源行业中薄膜太阳能阵营对晶硅太阳能阵营之间的竞争，哪一个阵营参与者越多，投入的资金越多，技术上实现突破的概率或者客户的认知度就越高，从而导致核心企业的价值越来越高。

（4）网络效应。为什么微软的垄断地位坚不可破？为什么中国的龙芯举步维艰？

如果一种商品或服务的价值随使用者的增加而提高，这就是网络效应。网络效应的演变规律就是主导型网络对小规模网络的不断排挤，并且由此不断自我强化。

网络效应不仅在经济领域，在政治、文化等方面其实也是无所不在的，例如以英美为基础的英语对世界语的排挤就是一个文化领域网络效应的典型案例。

美国股市道琼斯工业平均指数的企业中，美国运通和微软公司的网络效应较大，在以信息共享或者联系用户为基础的业务中（这两种业务都可以理解为客户资源整合型）更容易发现网络效应，但从事有形商品交易的企业却很难体现网络效应的威力。

比如，产品和服务价值的很大一部分超过了买主和卖主之间互动的范围，如美国网络市场的 eBay，由于大量卖主的存在，使美国的网购者将 eBay 作为上网购物的第一选择。

"网络效应"和"大价值系统中的核心产品和服务"是公司稳定发展的最高境界，美国的微软、甲骨文等基础软件公司以及英特尔等高科技公司都是这类公司的典型，中国的用友和金蝶也都在向这方面努力。

可惜的是，中国作为后起的发展中国家，A 股上市公司在参与国际市场竞争中能够做到这个境界的很少，在各行业的国际分工中，发达国家大都占据了价值体系的核心环节，而把外围的、易被替代的、波动性大的环节留给了后起国家。

但是在中国国内市场中，这样的网络效应并不少见。小商品城（600415）就是典型的案例。

（5）垄断。垄断得以存在的根本就是公司的产品和服务具有不可逾越的保护屏障，是壁垒存在的基本形式之一。

垄断有很多种，如：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1）建立在法规基础上的法规型垄断。

2）建立在不可超越的技术基础上的技术型垄断。这两种垄断清楚明白，容易理解。不需要多说。不过也正是因为其“清楚明白，容易理解”，而难以凭此在资本市场获取超额利润。作为投资者，我们所需要做的是平时多注意搜集、整理和储备，在各种突发因素使该垄断价值增加时快速反应。

3）情景垄断：各种原因（很多时候甚至消费者自己都说不清楚）造就出的一种情形或形势，使消费者难以更换对该产品或服务的使用。

巴菲特购买的《华盛顿邮报》由于各种原因被长时间广泛接受为时政新闻类唯一媒体；索尼公司可以推出性能更好的音乐播放器，却在相当长的时间内难以复制苹果公司因 iPod、iTune、iPhone 产品系列和由此形成的品牌形象以及与相关公司建立起的友好合作关系等因素所造成的系统优势。

情景垄断成因比较复杂，对于潜在竞争对手来说，要先弄清楚为什么公司的产品难以替代，才能发出替代攻击。而要替代成功，解决的问题错综复杂。你可以复制他人的制造工艺，可以复制他人的技术，但对既成的形势很难复制。这导致了有些情景垄断持续性非常强。

情景垄断的强度很容易被资本市场轻视，因而存在超额利润的机会，我们一定要给予高度重视，克服成见，深入草根调研，理解并参与。

“一人得道，鸡犬升天”就是一种生活中的情景垄断。

礼品类的品牌消费品大多属于情景垄断，以高档白酒为例，即便你不喜欢，但社会经验告诉你，接受者认可这个，不送国酒茅台、不送五粮液，就会有一种“拿不出手、办不成事”的感觉。

再比如美国的穆迪信用评级公司，由于获得了美国政府“特许统计评级机构”的认证，2006 年美国政府又将其列入“全国认可的统计评级组织”，随着美国政府日益倚重“标普、穆迪和惠誉”三大评估巨头，使得证券发行人或投资者在发行、购买或持有相关证券时出于对监管目标的依靠，不得不考虑或受制于三大巨头的评级。这种“监管特许”加强了三大巨头的市场影响力，强化了其在资本市场的话语权。穆迪、标准普尔、惠誉三大评级机构的评级结果，直接影响或决定相关证券发行人的融资机会及成本、机构投资者的资产组合以及受监管实体的合规成本。美国之外，许多国家在制定监管目标时，要求参考“国际知名评级机构”的评级结果，这进一步促成了三大评估巨头在美国国内以及在全球范围内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的垄断力量，给三大评估巨头带来巨额利润回报。穆迪公司“投资者服务”业务的利润率居然超过了50%，资本回报率竟然达到了令人难以置信的150%。

当一种产品或服务的消费者难以很快说出与之竞争的其他产品的名称时，往往意味着一种情景垄断的存在。

武汉中百（000759）具有情景垄断意味。在武汉和湖北省内，武汉中百已经成为当地消费者最为主要的食品、生鲜和日用品的消费渠道，已经成为低价格、无假货购物场所的代名词，大量消费者要买生鲜食品时脑子中就只知道武汉中百，这使武汉中百在一定程度上具有了不可替代性并在一定幅度内和一定期限内获得垄断利润。

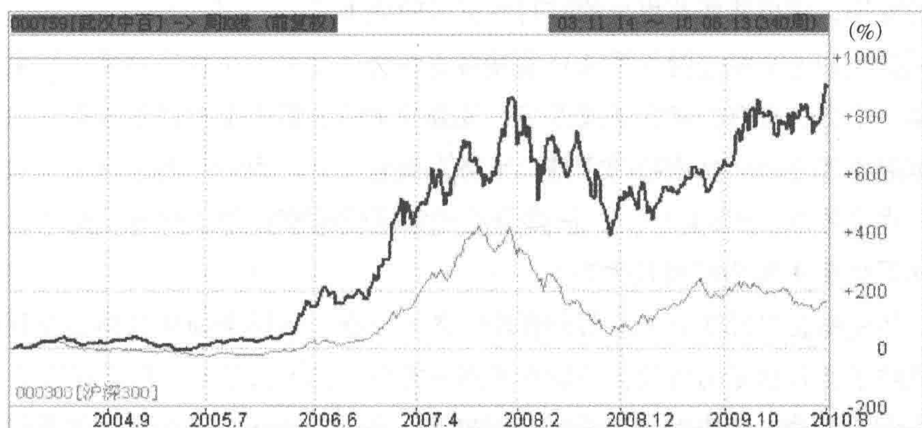


图 5-16 武汉中百

科罗娜啤酒是来自墨西哥的全球知名品牌啤酒。但是，这个著名的啤酒品牌的诞生更多的是靠运气而非认真的、精心策划的品牌战略的结果。该啤酒的生产商莫德罗公司只是无意之中使用了一种极为与众不同的长颈无色玻璃瓶。而其竞争对手在经过认真市场调研之后普遍采取了传统的、昂贵的琥珀色玻璃瓶。但莫德罗的管理团队后来发现美国的年轻人渴求的不是“质优价高”的品牌，而是这种无色玻璃瓶装的啤酒！这种无色玻璃瓶装啤酒很容易让人联想到冲浪和阳光沙滩。最终，科罗娜啤酒及酒瓶在无意之中成为了一个标志性品牌形象，也是阳光墨西哥的一个符号，充满了对海浪、沙滩和轻松愉快的假日天堂的联想，正如可口可乐的绿色曲线玻璃瓶已成为美国的一个符号一样，从而带动着莫德罗公司发展成为国际性的啤酒大品牌。

像证券投资信息系统中的 Wind 和 Bloomberg 也是典型的情景垄断，也许你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不喜欢看 Wind 和 Bloomberg，但是你知道你的同行，你的交易对手都在看，看 Wind 和 Bloomberg 至少可以使你知道他们在关注哪方面信息，从而做到知己知彼。

上市公司的产品做到情景垄断的程度，被替代的风险就会大幅降低，持续增长的周期就会相当长，从而使公司的长线投资价值得到提高。

（6）时间壁垒。

竞争优势形成周期较长+先发优势⇒时间壁垒

什么叫时间壁垒，简单地说就是："我的一种竞争优势，你也可以去模仿和学习，但是我的优势是用了很长时间和大量的工作沉淀下来的结果，如果你去做，一样要花这么多的时间，并且由于时过境迁，外部环境发生了变化，要达到同样的效果，你可能要花更长的时间或更多的成本。"

就像我们上文说过的张裕 A 的营销体系一样，建立一个强大的营销体系本身并不是一个多么富有技术含量或者多么复杂的事情，但需要很多年来进行优秀人员的沉淀和磨合、奖惩体制的完善。张裕先做到了，这为自己和竞争对手之间树立起一面高耸的"时间壁垒"，使竞争对手和模仿追随者望"时间"而莫及，从而成就了张裕 A 成为股市长牛。

时间壁垒会出现在公司经营和管理的各个方面，难以全面概括描述，我们仅在此总结了几条常见的情况，并给出了部分案例，供大家学习、参考和领悟。

决定性的先发优势之一："头啖汤"壁垒。所谓头啖汤，顾名思义就是指最先行动者获利最大。"头啖汤"壁垒是指时过境迁，无法复制的先发优势（很多时候先发优势不仅仅只是先发带来的时间壁垒）。先发之后经营环境的改变会使拥有先发优势者享受到比竞争优势形成周期更长的垄断期。

就"头啖汤"壁垒，我们在下文借用了《巴菲特的护城河》中的例子：戴尔（DELL）和西南航空（LUV）进行比原书更为具体和更有针对性的分析。两家公司都是作为行业新星，率先攻击行业主流商家的经营漏洞，而当公司成功之后，由于老牌竞争对手的觉悟和封杀使公司的业务模式难以被追随者模仿。

戴尔（DELL）的 PC 直销模式很简单并且很容易学习，谈不上壁垒，但为什么能够以如此速度持续性成长？

其一，戴尔在证明自己业务模式的优势之前，老牌 PC 制造商并未把其作为一个值得重视的威胁。当老牌 PC 制造商意识到戴尔的威胁性时，戴尔已经具备了足够的规模优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

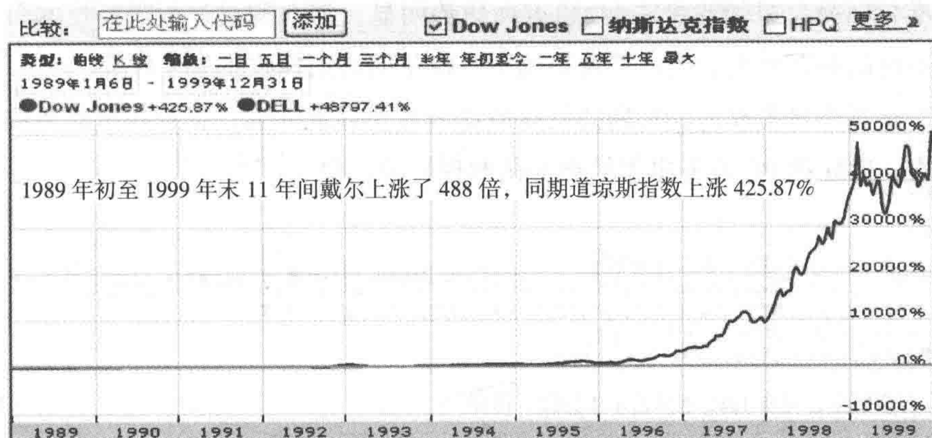


图 5-17 戴尔（1989 年 1 月 6 日至 1999 年 12 月 31 日）

其二，在戴尔证明了自己业务模式优势后，后来的模仿者遭到老牌 PC 制造商的集体封杀（业务模式的成长环境恶化）。

其三，看似简单的营业模式要做好也并不容易，少数先知先觉的模仿者由于种种人为或客观条件等偶然因素导致模仿失败。

其四，上述种种原因使戴尔以一种简单业务模式的先发优势成为事实上的情景垄断者。

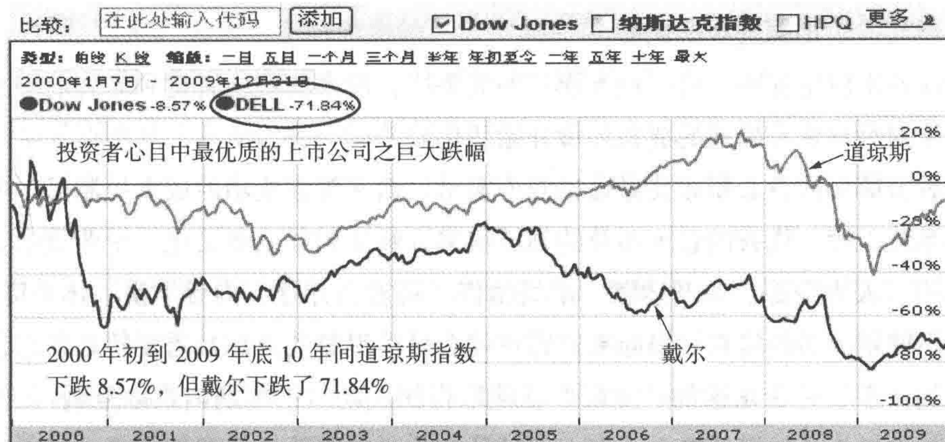


图 5-18 戴尔（2000 年 1 月 7 日至 2009 年 12 月 31 日）

从 2000 年初到 2009 年底，戴尔股价惨不忍睹。原因如下：

一是外部环境变化，这是企业丧失竞争优势的主因。近年来，PC 机发展呈现出笔记本电脑和大众型市场快速增长的态势。戴尔的低成本直销模式在基于高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度标准化而简单组装的台式 PC 机方面优势明显，但在购买过程需要技术引导的笔记本电脑和普通大众型消费者市场中，戴尔的直销模式丧失了优势。

二是竞争对手改进。长期的低迷使竞争对手寻求突围，惠普通过业务重组降低成本，IBM 把 PC 业务出售给更加精明理智的联想。

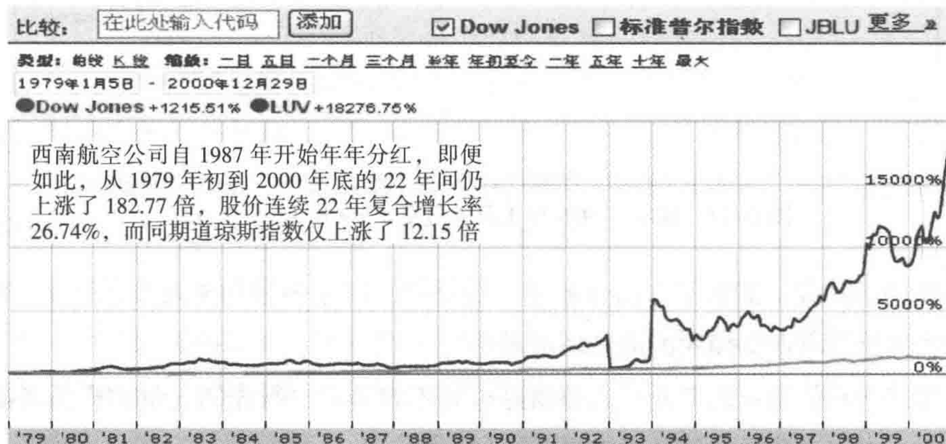


图 5–19　戴尔（1979 年 1 月 5 日至 2000 年 12 月 29 日）

同戴尔很相似，西南航空在证明自己业务模式的优势之前，老牌航空公司并未把其作为一个值得重视的威胁。当老牌航空公司意识到西南航空的威胁性时，其已经具备了足够的规模优势。

在西南航空证明了自己业务模式的优势后，后来的模仿者遭到老牌航空公司的集体封杀（业务模式的成长环境开始恶化）。

看似简单的营业模式要做好也并不容易，西南航空成功的成本控制是一项复杂的系统工程，优秀的管理涉及的领域很多，牵扯到如企业文化、企业战略、组织架构、人力资源、生产运营、市场销售、财务会计等，内容丰富，体系庞杂，如果不能用一条线将它们串起来，管理就会显得很凌乱。而且需要持之以恒，绝非一朝一夕，一劳永逸的“克隆”就能取得的成功（中短期内难以复制）。即使是少数先知先觉的模仿者也大多由于种种人为或客观条件等偶然因素或者因成长环境的恶化而导致了模仿的失败。

“进门之后，门就被关起来”使西南航空的先发优势成为了事实上的情景垄断者，成功者的经验无法复制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

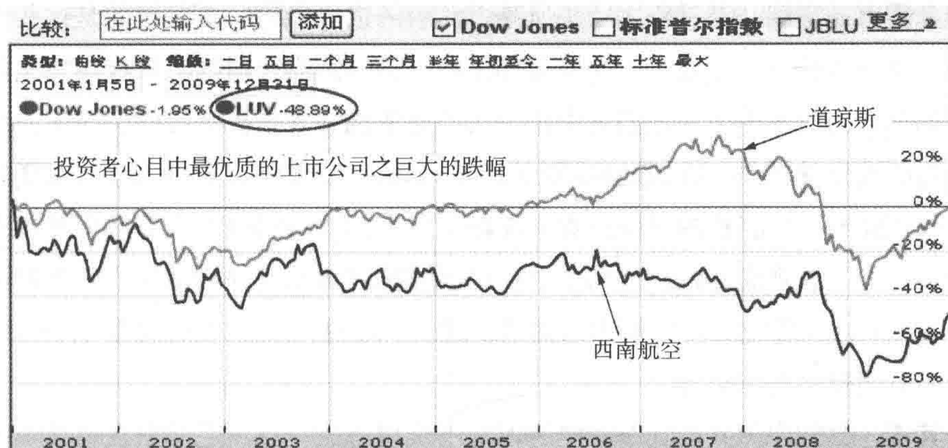


图 5-20 西南航空（2001 年 1 月 5 日至 2009 年 12 月 31 日）

从 2001 年初到 2009 年底，西南航空大幅跑输大盘。原因如下：

其一，外部环境变化是主因。2001 年的经济衰退使供大于求的美国航空业处境艰难，“9·11” 事件又使航空公司雪上加霜。客流量大幅度下降，运营成本不断提高，一系列难题使绝大多数航空公司严重亏损，2005 年整个美国航空行业整体亏损超过了 100 亿美元。

其二，竞争对手——老牌航空公司财务状况江河日下，极高的退出壁垒迫使其拼死挣扎，从而给西南航空公司带来巨大的竞争压力。决定性的先发优势是“唯一性” 壁垒。如果一个利基市场，一个相对分割和封闭的市场仅仅能够容纳一家同类企业，那么先发优势者已经把竞争形势确定下来，竞争对手可以进来，但是如果竞争对手进来，将面临两败俱伤的局面，所有的潜在竞争者都要考虑这种风险。只要竞争对手不进来，具有先发优势的企业就自然享有了垄断利润。“唯一性” 壁垒很容易理解，此处不做展开。

其三，“组织磨合” 壁垒。组织磨合是指具有各种特长的成员最终各归其位，形成最有效的、最适应行业竞争形势的组织结构的过程。组织磨合的成效不仅体现在公司核心团队的有效性和稳定性，而且体现在资本拥有者和知识拥有者之间高度信任关系的建立，这都需要长期的沉淀。

A 股市场中很多大牛股的诞生都受益于 “组织磨合” 壁垒，民族企业张裕葡萄酒和恒生电子之所以能够杀出跨国巨头的重重围攻而发展壮大，很大程度上源于跨国公司在中国开展业务时受制于 “组织磨合” 壁垒。无论是对张裕所在的葡萄酒行业的营销潜规则的理解，还是对恒生电子所在的金融软件行业的行业规则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和业务需求的理解，都是跨国巨头所难以克服的进入障碍。更关键的是这些都不是可以通过招聘一些市场化人才就能解决得了的。因为公司的决策权最终掌握在国外的现任当权者手中，他们对中国市场的理解能力才是决定性的。一家公司权力结构的改变并不是一件短期内可以做到的事情。本土的市场化人才从空降到落地，往往需要一个较长的时间过程并伴随着巨大的不确定性。大多数市场化人才的结局往往是因观念和认识上的差异而最终被排挤出局，并给现任当权者留下一些令其事后（N 年之后）后悔不已的明智建议。而这个 N 年可以视为一个“组织磨合”时间壁垒的一部分。

其实，熟知中国共产党革命史的人都不难理解这一点，毛泽东在中共中央和工农红军中领导地位确立的曲折过程正是一种典型的“组织磨合”壁垒。

下文提供了一篇关于春兰重卡的失败案例，用来帮助大家理解和领悟“组织磨合”时间壁垒的含义。

“组织磨合”时间壁垒的典型案例

——春兰卡车的失败

2008 年，春兰重卡正式被徐工科技收购，彻底退出汽车业。以史为鉴，可以知兴替。春兰不是第一个，也不会是最后一个外行造车的牺牲品。

春兰卡车，昔日家电巨头进入汽车行业的产物。2002~2004 年，在国内卡车市场上红极一时，甚至曾被人们誉为从外行转型进入汽车业最成功的企业之一。

它曾实现过年利润 2 亿元的辉煌，它曾有过 500 余名经销商慕名而来的骄傲，它曾与日本知名卡车企业日野公司联姻近在咫尺。但就是这样一个有着完美开局的重卡玩家，却在 2004 年之后销声匿迹。2008 年，春兰重卡正式被徐工科技收购，彻底退出汽车业。

1997 年，春兰集团斥资 7.3 亿元收购当时亏损的南京东风汽车集团公司所属的专业汽车制造总厂，改名为“南京春兰汽车制造有限公司”，当时该厂以生产中型、轻型卡车以及部分特种车辆为主，在这个厂之外，春兰还托管了东风集团的微型汽车厂。但春兰并未在这个附赠的小厂上花费精力，它的注意力是重卡市场。

到 2001 年春兰首款产品上市，春兰集团在产品的改善和研发上投资超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6亿元，不仅提升了原有企业的产品质量和技术实力，更从日本引进了全新的驾驶室。2001 年 10 月，南京春兰汽车制造有限公司的中型载货汽车产销量列于一汽、东风之后，跃居国内第三位。春兰卡车一炮而红。一则当时的报道如实地描述了春兰的喜悦：2002 年第三季度还没有结束，春兰集团主管汽车的副总裁李家成已经为 2003 年的春兰订货会忙开了，目标是年销售 3 万辆。

同时，春兰自动车有限公司在南京春兰汽车制造厂一侧征地 300 亩，准备与菲亚特公司各控股 50%，建设一个世界级的重型卡车生产基地，之后又传出与日野合资生产重卡。

2002~2004 年，春兰卡车迎来了自己最好的发展时期。当时的跃进集团经济研究所研究员钟东分析说，春兰销售策略的灵活，一开始就切入中卡里面的大吨位，重卡的低吨位，这是目前市场的空白点。

但随着 2004 年的结束，春兰卡车非但没有迎来与日野的合资，反而在产品销量上一落千丈。

《汽车商业评论》试图总结春兰卡车起伏的缘由，希望能够帮助重卡新玩家们以史为鉴，勿蹈前人覆辙。

春兰卡车之兴起在于创新和研发的投入，回过头看春兰卡车的发展，1997 年进入汽车行业，一直到 2001 年打造出首款产品，4 年的时间，6 亿元的投入对于当时的春兰集团虽然不是倾囊而出，力度也算不小。在质量作为产品保障的前提下，差异化和舒适的驾驶室成为了春兰卡车的最大卖点。由此可知创新和研发之重。

而春兰卡车之没落，大体也因创新和研发。2004 年以后，国内重卡市场开始萎缩，当一汽解放、东风商用车等企业开始研发新一代产品，实现产品战略转型时，春兰卡车在产品上没有跟上时代的脚步。

再加上日益不佳的家电业拖累着春兰集团，春兰集团也难以在汽车行业投下更大的赌注。汽车行业看似平平，实则是个颇费钱财的行业。时代虽已不同，但道理相同。对于任何新玩家来说，如果舍不得在研发上给予投入，小看汽车产业而没有留足丰裕的资金，未必能够有善终的结果。

春兰卡车的没落还有另一个原因：人。初入汽车行业的春兰集团在发展初期依靠的是收购南京东风汽车制造厂留下的技术人才和员工。而发展到一定阶段，春兰集团不断有管理层空降汽车企业，使得管理层缺乏对汽车行业的了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



解，市场响应速度慢，错失市场良机。而真正的汽车人才则郁郁不得志，空有一身本领却无处发挥。专才不专用当是企业没落的重要内因。

今天的重卡新玩家们相比春兰卡车可以更轻易地从汽车院校获得专门人才，也可以高薪聘请技术人员，但能否给予汽车人才充分的信任，摸清汽车行业的市场规律才是长远发展的立足之本。

转换成本。

先发优势+转换成本⇒先发壁垒

"只要客户不愿意走，你就可以从客户身上多榨出一点油水。"

生活中的转换成本：如手机号码的转换成本巨大，对于多年资深的业务型工作者来说，自己的手机号码就是最重要的业务来源，是其生存之本，万万不能改变。而对于普通消费者，身边充斥着电子邮箱、QQ、MSN、各种人际互动网站、购物网站等，连密码都记不过来，并且大多数网站和工具都已经通过将手机号码作为最重要的安保措施了，所以改变手机号码的成本越来越大。

工作中的转换成本：如恒生电子的证券和基金软件平台，用友和金蝶的财务管理软件等，业内专业人士经过长年工作过程已经培养起来的使用习惯，改变是很痛苦的。

转换成本无处不在，如何去识别和判断强弱呢？同对品牌价值的判断一样，关键是深入体验和理解客户体验。把你自己设想成客户，或者与有关客户进行深入沟通都是有助于我们识别转换成本的最直接有效的办法。

鸿海精密 2317.TW

——正在致力于提高客户转换成本

如图 5-21 所示，从 1992 年初到 2009 年底，台湾加权指数上涨了 77.98%，鸿海精密上涨了 150.41%。

鸿海精密的股价弹性较指数大很多，从 1992 年初到 1999 年底的科技股热潮中，台湾加权指数上涨了 83.64%，但鸿海精密上涨了 286.78%。在台湾股市 2004~2007 年的行情中（2004 年 7 月 1 日至 2007 年 7 月 1 日），台湾加权指数上涨了 52.12%，鸿海精密上涨了 127.20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 5–21 鸿海

最近听了一场香港投资界名人曹仁超先生的讲座，曹先生说，鸿海经营得非常好，但是由于作为代工厂很容易被替代，所以他不购买富士康的股票。从上边的走势图和上文的涨幅统计可以看出，名气和规模巨大的鸿海精密的长期走势的确很一般。

但是，近几年，鸿海集团招聘了数千名工程师，获得了一万多项专利，开始致力于与客户进行共同设计。

共同设计，由于核心部门和客户工作人员一起工作、密切接触，这虽然节省了客户的部分研发费用，但却使客户对鸿海产生依赖，长期的密切接触所带来的相互了解，使客户对鸿海的转换成本越来越高。

我们希望看到未来的鸿海能够积累更多难以转换的稳定客户并因此受到更多投资者的青睐。

3. 避开无意义的壁垒

只有能够带来超额利润率的壁垒才具有真正的价值。有部分所谓的垄断和壁垒，只是披着一件华丽外衣的空壳，这类壁垒我们应该避开。例如：

（1）行业进入门槛低，进入速度快，靠规模化和低利润率进行行业洗牌所形成的市场化垄断。这类垄断所谓的壁垒就是它的低毛利率，公司边际利润率很难提升，如中集集团的集装箱业务、山东药玻的模制瓶业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）部分政府给予的垄断地位，如上海机场、铁龙物流，政策给予其业务垄断的同时，政府拥有了定价的决定权，上市公司难以获取超额回报。虽然占有区域垄断地位，但上海机场近5年来堪称走势最熊的股票之一。

正如张维迎教授所说的那样，只要是拿钱容易买到的，都不是能够持续的壁垒，所以一家新公司很难有像样的壁垒。只有在长期经营发展中逐步积累起来的，经过长年沉淀而成的壁垒，才是牢不可破的。所以选择壁垒我们应该从老公司里选，从公司的老业务里选，尽量回避掉新公司或者公司的新业务。

我们选择的投资目标一定要有壁垒优势，其实这个道理非常简单，西方经济学教科书早告诉过我们，没有任何壁垒的行业属于完全竞争的行业，利润水平围绕社会资本平均利润波动。

（3）无效的知名品牌。品牌价值判断的关键是能否带来更高的价格。品牌是消费者对生产者的信任，品牌的价值来自生产者与消费者之间的信息不对称。简单地说，越是容易欺骗人的领域，品牌就变得越重要，也就越有价值。而有些品牌，其价值仅仅是减少客户的搜索成本。

这一点其实很容易分析，如果是消费品，作为客户，我们可以自己设身处地试想“我们是否因为这个商品的品牌而支付更高的价格呢？这个品牌代表了什么呢？”安全？可靠？优质？“能给我们带来什么呢？美好的情绪体验？深厚传统文化的联想？尊贵感？”我们作为消费者如果不会愿意因为该品牌的存在而支付较高价格的话，这种品牌的经济价值就可以忽略，其价值仅仅是减少客户的搜索成本。其实，甚至不少享誉中外的大品牌，如青岛啤酒、中国电信等都很难为其产品带来销售溢价。

如果是资本品，我们需要通过对下游客户的调研和沟通，以“客户心理”来感受“市场消费心理”从而判断该上市公司产品或服务所拥有的品牌能在多大程度上提高产品的售价。通常来说，越是针对专业的消费者，品牌的价值就越小。但是类似英特尔、松芝股份（002454）这种营销模式，其对下游专业客户销售的公司来说，其品牌效应几乎等同于消费品领域的品牌，是资本品领域最成功的品牌战略之一。

（4）单项技术和单薄的专利保护：单项技术的壁垒价值经常被高估，单一的技术，其实就像一层窗户纸，一点就破，尤其是当知道一种技术路径可行的情况下，再研发的成本通常只有初始研发者的1/10。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单薄的专利，其壁垒价值也往往不大，企业有效的技术壁垒最重要的是批量专利支撑企业优势和持续创新能力，少数专利容易受到挑战，不确定性很大。

（二）竞争性行业中优秀的经营管理团队

在竞争性行业中，企业的管理团队就像列车的火车头，掌握着企业的方向和动力，至关重要。但要注意的是，我们需要的是稳定（而不是易变）的那部分核心决策人物要足够优秀。例如：对于民营企业来说，是大股东而绝不是能待多久都不确定的空降 CEO 要足够优秀。

1. 有专注力

关于多元化，我们应该这样理解：

一是离主业“近”的“相关多元化”不但效率高，成功的概率也比较大。比如，海尔进入空调、彩电行业，虽然业务性质不同，但新旧业务之间还是有许多共享资源。大部分技术人才、管理人才都是可以相互通用的；它的市场渠道、采购供应渠道、售后服务渠道都可以兼容；它们耗费巨资建立起来的配套件制造能力（钣金件、塑料件、电气元器件等分厂、车间等）都是可以共享的资源。这种多元化如果建立在公司主导产品都已经牢牢占据一线品牌的基础上时，我们认为这种依托原有竞争优势的多元化扩张仍然是一种专注力的体现。

二是跨行业多元化经营成功率很低，专注力是企业走向成功的必备要素。实业领域和资本市场无数的案例说明了这一点。

山东黑豹曾经是非常优秀的上市公司，2000 年开始盲目股权投资，2003 年以来一直在搞重组，至今成为了汽车制造板块近 10 年股价涨幅最低的上市公司。而同行业的宇通客车专注于主业，上市后掀起了二次创业运动，募集资金兴建技术中心，从 1998 年 3 月 25 日到 2010 年 3 月 25 日，公司股价整整上涨了 47 倍多。

2003 年，五粮液不甘心绕着“酒瓶子”多元化，投巨资杀向芯片加工业，结果芯片没有成功，却被原本同一阵营的茅台甩到了后面；波导则欲跻身汽车业，分食国产小型轿车市场，没几年公司 ST 了；活力 28 因为盲目多元化收购，短短几年从一个明星企业变成了亏损大户。

企业只有在一个行业做纵深发展才能逐渐步入蓝海，而由于体制上的原因，中国企业普遍缺乏专注深入的心态，造成了大量资本扎堆进入几个热门行业，大家都头破血流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缺乏专注力不仅仅是企业领导人个人素质的问题，往往都是因为企业在资本产权层面存在问题造成的，这种问题在相当长的时期内都很难解决，最明智的策略就是回避。

在股市中，进军新行业的题材即使非常符合市场热点也只适合做做短线，只有长年坚守主业的专注型公司并遇到行业发展机遇才是真正的投资机会！

2. 进取型企业文化

公司作为一个组织，企业文化形成后，就会凝聚一批认可和适应该企业文化的人，从而使企业文化得到进一步的强化和固化，所以企业文化很难改变，根据既往表现确定的进取型公司是比较理想的调研和储备目标。

企业是否是进取型的，并不难看出。

进取心是指在有获利能力的条件下希望尝试的心理倾向，具体讲就是在能获利的行动上所投入的精力和资源。显然，“进取心”是和“野心”紧密相连的，具体表现为坚定的“扩张”和“增长”信念再加上为此做出的投入和行动安排。

很多商人，宁愿少创造一点利润也不愿投入更多精力，或冒更大风险做更多投入。这些商人或企业中不乏成功者。在许多产业和领域中，有相当多的企业没有充分利用扩张的机会，而是在有效的甚至是出色的管理下成功地经营运作几十年，因为即使一个企业不是很有野心，它依然能被管理得很好。这些企业满足于适当的利润，并不愿意为赚取更多利润而投入更多精力或者为了募集资金而削弱现有决策者对企业的控制权。这让我们明白，不是所有的商人或企业家都愿意为创造财富而放弃生活的乐趣。

公司的进取心对公司的长期成长意义是巨大的，这种巨大的效果尤其体现在当企业处于逆境之时。在外部经营环境不利于企业经营时，缺乏进取心的公司将就此没落下去，而具有强大进取心的公司却往往能够变“危”为“机”，依靠坚定的信念，通过主动的自我调整来适应新的经营环境并取得持续的增长。

康明斯（CMI）公司是全球领先的动力设备制造商，设计、制造和分销包括燃油系统、控制系统、进气处理、滤清系统、尾气处理系统和电力系统在内的发动机及其相关技术，并提供相应的售后服务。康明斯发动机广泛应用于汽车、船舶、农业机械、工程机械、建筑、铁路及发电设备领域。

这样一家公司，2008年来的经济危机原本应该对其冲击很大。但面对经济危机，在坚定的增长信念作用下，公司一方面在衰退区域加大控制费用支出的力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度，另一方面继续大力投资于新的增长机遇（中国等新兴市场国家）。这导致公司国际业务强劲增长，有效抵消了北美市场持续走低和欧洲市场疲弱带来的负面影响。

如图 5-22 所示，公司股价在 2009 年迅速反弹，并于 2010 年下半年再创股价的历史新高。2000 年 9 月 15 日至 2010 年 9 月 14 日，道琼斯下跌 6.33%，而康明斯股价则逆市上涨了 8.8 倍。

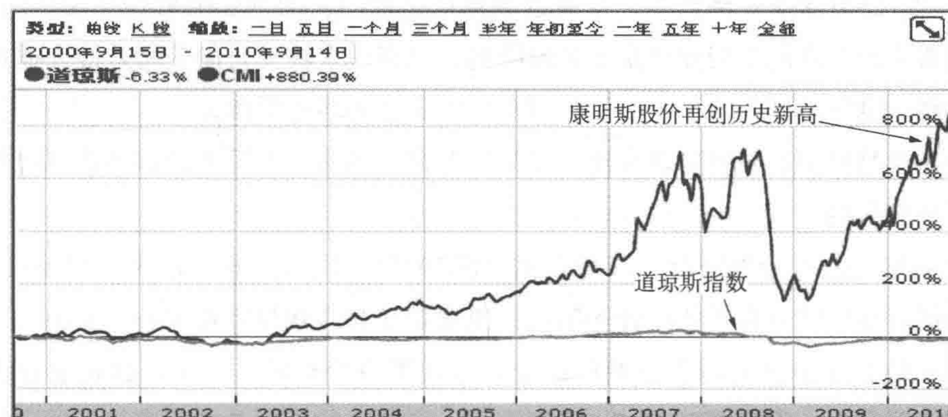


图 5-22 康明斯

康明斯的案例让我们看到，即便是被称为“危机”，其实也不过是企业外部经营环境的一种变化，而外部环境所带来的挑战不是不可战胜的，只要公司通过主动调整，确保自己的产品结构与环境相匹配，就能保持持续的盈利和发展。而能够做到这些，需要公司具备强烈的进取心。

3. 公司治理好；现金流好

（1）公司治理研究的是公司控股股东和管理层的行为方式。健康的公司利润增长是持续的，抓住机会就能上一个台阶，不健康的公司利润增长往往是发生在遇到好运气的时候，企业发展很难持续，增加的利润也容易逐步被费用的增加所吞噬。

在公司治理上不能令人满意的上市公司，即使面临行业机会时最多也只能阶段性做做短线，肯定不能拿长线也不能持续在这种股票上短线操作。举个简单的例子：同样是节水制冷的行业性机会，双良股份（600481）的空冷器产品 2008 年以 2.35 亿元起步，2009 年增长 145%至 5.75 亿元，而空冷龙头哈空调（600202）的空冷器销售收入却由 2008 年的 12.7 亿元下滑到 2009 年的 8.45 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。买入双良股份的投资者想不获利都难，而买入哈空调的投资者一不小心就被深套。

同样是煤矸石发电，宝新能源越做越赚，而同样的项目“河南叶县蓝光环保电厂”却使凯迪电力长年身陷其中。

公司股东结构、治理结构、利益结构越简单清楚越好，复杂的公司难以判断，而且容易滋生问题。我们发现合资企业多是生命周期不长的公司。

(2) 公司就像一辆汽车，发展速度就像是油门，而现金流就是油箱里的油，过度透支现金流的发展速度是非常危险的，只有现金流充足的公司才能支撑住高速发展。良好的现金流反映的是公司管理团队稳健的经营作风。

无论是公司治理还是现金流，如果长期存在问题，对公司正常经营都可能造成严重的影响。

例如：公司治理问题。高新张铜（002075），国有企业，治理结构不健全，对公司管理层缺乏有效的监督和制约，象征意义与实际权力重大的“公司法人代表”职位并非由公司国有控股股东委派公司董事长担任，而是由公司总经理兼任。在群众中一直很有口碑，一手把企业发展起来的公司总经理道德品质出现偏差，大肆照顾亲朋好友，转移公司收入，导致公司迅速垮掉。

现金流问题。高新张铜（002075）2007 年出现经营性亏损后现金流出现问题，主账号被银行冻结，直接导致主业停顿。

4. 管理水平高

如何判断一家公司的管理水平呢？

要判断一家公司的管理水平，没有一成不变的法则。从理论上要完美地做到给企业管理打分，对投资者的要求是极高的，首先投资者自己要知道什么样的管理是最优秀的，是最适合的，是能充分发挥上市公司的各种资源谋求利润和企业价值最大化的。这一点把绝大部分投资者难住了。

所幸的是，这并不是必须的，也没有人能做得到，对一家公司管理水平的判断是一项主观性很强的行为，投资者长年投资经验的积累在其中发挥了很重要的作用，案例—分析—经验—案例—分析—经验—直觉，直觉是非常重要的！

企业管理水平是判断企业优劣的根本所在，同时也是仁者见仁、智者见智的事情，没有统一的标准。我们的方法是：通过广泛搜集信息，观察核心管理人员的所作所为，看其是否满足以下几个方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）管理层是否充分理解客户现在和未来的需求（敏锐的市场洞察力）。市场判断准，只能从历史记录来看了，产品定位是否准确，市场策略是否成功，过往投资项目成功率是否高，反映了这种能力。

（2）管理层制定了雄心勃勃的经营目标，有清晰明确的发展战略。上市公司的经营目标和发展战略可以从公司的年报中查阅到。战略是什么？竞争战略其实是差异化的问题，它意味着选择一个独特的定位，选择一套不同的活动，通过对企业形象、员工、设备、技能、组织的先后顺序、企业文化等的取舍选择以达到提供独特价值的目的。战略定位有三种：①选择提供不同的产品和服务；②选择满足不同客户的细分需求；③选择不同的接触客户渠道。

（3）管理层具备强有力的执行能力，跟踪研究能看到发展战略顺利推进的效果。可将年报里对本年的总结，与上年的未来计划对照研究。年报连续看多年可见效果。

（4）公司连续不断地发布消息，让你得以了解其运营状况，年报对经营状况的解释清晰明白。

（5）核心管理人员历史记录良好；有眼光，经营管理能力在行业内有竞争力；有品德（言行一致，坚忍执着），业内评价高。

（6）定期报告风格：如果回顾大量牛股熊股的定期报告，会发现一个明显规律，那种年报写得清清楚楚的公司如果突然开始含糊其词起来，甚至制作的年报PDF都开始加密，开始使用不容易看清楚的隶书、斜体等形式，基本上公司业绩和股价的预后都不怎么好。而那种定期报告前期一直制作得粗糙简单模糊的上市公司，突然开始立志、制订明确的工作计划并在后面的定期报告中清楚地阐明公司的经营形势和自己所做的努力等，这种公司往往后期走势强于大盘。对此，我们的理解是：好的企业不怕给大家看，相反，他们迫切需要外部的理解和支持；而不好的企业，猫腻多的企业，则惧怕透明。

另外，通过对上市公司定期报告进行持续的跟踪观察后还可以发现，管理差的公司经常解释为什么事情没能如期而至地发展，而未来的长线牛股却总是告诉投资者一切发展良好，然后还会接着解释他们会怎样乘胜追击。

最后，让我们借用曹操关于“英雄”的论断来概括什么是一个优秀的管理团队。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 《三国演义》：所谓英雄（优秀的管理团队），应该是胸怀大志（目标大），腹有良谋（战略和计划好），上能洞察宇宙之妙，下能吞吐天地之机（能了解市场、了解客户现在和未来的需求）。

（三）寻找中长线牛股心得之一——长生命周期且平稳发展的行业是长线牛股的集中营

1. 把企业假设建立在文化传统基础上的公司（最长生命周期的行业和企业假设）

"寻找最湿的雪，最长的坡地"。——巴菲特

如今社会，科技日新月异，今天领先的技术明天就有可能被代替，今天红火的细分市场明天也许就会面临消失，投资的风险无处不在，防不胜防。怎样去寻找持久的利润空间呢？

经典企业管理理论把企业盈利模式的前提条件称为"企业假设"，社会变化越来越快，企业假设的消失将一个又一个企业推入困境。哪里又有最长的坡地呢？

文化传统主要指支配着整个民族的一种习惯势力和精神力量，一种集体的潜意识，是长期历史积淀下来的部分。它是由一代代人传承下来的，支配着现时人们的思维和行为。人们遵循它行动，但又很难意识到它的存在。因为文化传统是千百年来文化发展积淀的结果，在这种历程中，已成了一种强大的习惯势力，历史越悠久，它越顽固。

我们分析图 5-23 中靠主业的长期经营带来股价巨大涨幅的股票，涨幅前三名的万科、格力、南玻 A，股东有更换的中天城投等，这些企业全都是关系老百姓的"住"，而山西汾酒、贵州茅台、伊利股份、东阿阿胶都是关系老百姓的"吃喝"，这些企业的经营假设依附的都是中国持续了数千年之久的"住"文化、"酒"文化和"养生"等传统文化，其中贵州茅台将企业假设同时建立在中国"礼"文化和"酒"文化上。

对于这种情况，可以概括为："文化代代相传，习惯最难改变"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区间分析报表-涨跌幅度 市场：深沪A股 区间：1995-03-27,一 - 2010-03-25,四 点右键进行

	代码	名称	涨跌幅度	前收盘	最高	最低	收盘	振荡幅度
1	000002	万 科A	9.18 14732.18%	0.06	25.38	-0.04	9.24	25.41 40796.50%
2	000651	格力电器	26.56 10939.52%	0.24	29.61	0.91	26.80	28.70 11822.08%
3	000012	南 玻A	21.24 7344.86%	0.29	28.10	0.01	21.53	28.09 9712.66%
4	000551	创元科技	11.53 5169.59%	0.22	22.19	-0.34	11.75	22.53 10102.65%
5	600519	贵州茅台	154.87 5119.06%	3.03	228.56	0.98	157.90	227.57 7521.98%
6	600809	山西汾酒	38.54 4956.37%	0.78	46.49	0.69	39.32	45.80 5889.89%
7	600718	东软集团	25.02 4749.27%	0.53	28.80	0.56	25.55	28.24 5359.01%
8	600547	山东黄金	66.04 4692.18%	1.41	93.30	0.82	67.45	92.48 6578.41%
9	600837	海通证券	16.10 4499.02%	0.36	34.12	-0.07	16.46	34.19 9552.23%
10	600309	烟台万华	22.37 4343.94%	0.52	43.40	0.52	22.89	42.88 8325.62%
11	002024	苏宁电器	17.57 4071.67%	0.43	24.83	0.48	18.00	24.35 5642.36%
12	000423	东阿阿胶	26.79 3701.17%	0.72	36.60	0.66	27.51	35.94 4966.21%
13	600739	辽宁成大	32.08 3486.32%	0.92	66.10	0.85	33.00	65.25 7090.82%
14	000540	中天城投	17.57 3291.33%	0.53	22.35	0.33	18.10	22.02 4125.81%
15	600123	兰花科创	37.15 3012.05%	1.23	47.98	0.82	38.38	47.16 3823.88%
16	600887	*ST伊利	29.10 2975.42%	0.90	32.50	0.80	30.00	31.62 3233.09%

图 5-23 涨幅股票

注：上边是 1995~2010 年 15 年间涨幅最大的 16 只股票，是通达信软件筛选出来的，尽管不一定精确，但是可以大致看出一些规律性的东西：创元科技（000551）就是 1997 年 4 月被爆炒的重组股苏物贸，贵州茅台（600519）是 2001 年 8 月 27 日上市的，山东黄金（600547）是 2003 年 8 月 28 日上市的，海通证券（600837）是由 PT 农商社到都市农业再到海通证券一路重组而来的，烟台万华（600309）是 2001 年 1 月 5 日上市的，东阿阿胶（000423）是 1996 年 7 月 29 日上市的，苏宁电器（002024）是 2004 年 7 月 21 日上市的，辽宁成大（600739）的股价上涨是由于成功投资广发证券，兰花科创（600123）是 1998 年 12 月 17 日上市的。

结论：将企业假设建立在文化传统基础上的公司具有“最长的坡地”，是长线牛股的集中营。

2. 在平稳增长的行业中发掘长牛股

从图 5-23 中我们也看到这些长线大牛股所在的行业也都不是高速增长而是平稳发展的行业。

在这方面，国际经验数据给予了我们同样的启示。

美国投资经典书籍《投资者的未来》中介绍的投资案例

案例 1： 自 20 世纪 50 年代美国铁路业开始走下坡路，到 2004 年，其市场价值在工业部门中的比例由 21%下降到 5%，但出人意料的是，自 1957 年以来，投资铁路股票的收益不仅超越了航空业和公路运输业，而且击败了标准普尔 500 指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例 2： 标准普尔 500 指数中投资收益最高（1957~2004 年）的 20 家公司中有 12 只来自“日常消费品”行业，却找不到一只高成长的科技类公司。

案例 3： 1950~2003 年，来自能源这个收缩行业中的新泽西标准石油公司使你 1000 美元的初始投资获利 1260 倍，而高成长科技行业中最杰出的 IBM 却只达到了 961 倍。

为什么会出现这种情况？

行业表现综合分析（见表 5-6）。

表 5-6 美国股市 1957~2003 年市场份额与收益率

部门	市场份额 1957 年（%）	市场份额 2003 年（%）	市场份额变化（%）	投资收益率
金融	0.77	20.64	19.87	10.58
信息科技	3.03	17.74	14.71	11.39
卫生保健	1.17	13.31	12.14	14.19
可选消费	14.58	11.30	−3.28	11.09
日常消费	5.75	10.98	5.23	13.36
工业	12.03	10.90	−1.13	10.22
能源	21.57	5.80	−15.68	11.32
电信服务	7.45	3.45	−4.00	9.63
材料	26.10	3.04	−23.06	8.18
公用事业	7.56	2.84	−4.81	9.52
标准普尔 500	100	100	0	10.85

注：信息科技部门剔除 IBM 后的投资收益率将低于标准普尔 500 指数。

行业全景分析可以清晰地看到，投资某行业的收益率与该行业的扩张与收缩没有明显的联系。金融和信息科技是扩张幅度最大的两个行业，而它们提供给投资者的回报都很平庸，收缩行业能源却大幅跑赢了标准普尔 500 指数。

《投资者的未来》给出的结论是：定价永远都是最重要的！股票的长期收益并不依赖于实际的利润增长情况，而取决于实际的利润增长与投资者预期增长之间存在的差异。

我们的思考：公司的股价取决于两方面 = EPS × PE，EPS 是最确定的，而 PE 的确定是非常情绪化的，也正是因为其情绪化，才给我们以超额利润的空间。

一个高速增长的行业，觊觎者众多，实力不凡的竞争对手纷纷涌入，激烈的市场争夺中不断上演着城头变幻大王旗的场面，也使股市成为投机家的乐园，吸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引着各路资金的目光。在这种情况下，相关上市公司不仅存在着极大的潜在竞争风险，而且持续的高关注度使该行业股价往往被整体高估（也就是说，高关注度使 PE 被高估）。参与其中或许短线收益极为可观，但长期来看，无疑是"负和游戏"。

而平稳增长型行业，经过长期市场竞争的沉淀，潜在竞争风险已经很小，市场局面较为稳定，在其中如果能够实现市场份额的不断扩张，则企业未来发展的确定性很强。同时，作为传统的行业，资本市场关注度较低（长期的低关注度使 PE 被长期低估），强势企业往往容易实现超预期的增长从而给投资者带来超额回报，尽管在一定阶段看这种超额回报并不十分诱人，但也正因为不够诱人，才使这种超额回报能够得以持续，这样长期积累下来，超额收益将极为可观。

这正是巴菲特作为价值投资者，发挥长线资金优势，获取超额收益的秘诀。也正因为此，巴菲特对公认的高成长的行业从来都兴趣不大，因为在高成长行业是另一种游戏规则，在那种游戏规则里，稳定持续的长线资金来源没有特殊优势。

巴菲特作为一个极为优秀的投资专家都知道有所为有所不为，作为普通投资者，其实也正是因为什么钱都想赚，赚得越快越好，才最终导致了投资的亏损。

三位金融经济学家（Josef Lakonishok，Andrei Shleifer 和 Robert Vishny）就这个专题进行了深入研究。他们以纽约证券交易所和美国证券交易所的所有股票为研究范围，统计了它们过去 5 年销售收入的平均增长率并从大到小排序，排在样本前 10%也就是销售增长最快的股票被认为是"成长型"股票，排在样本后 10%也就是销售增长最慢的股票被认为是"价值型"股票，哪一类股票将是下一个 5 年最好的投资？研究结果显示，"成长型"股票随后 5 年的总回报仅为 81.8%，而"价值型"股票随后 5 年的总回报却高达 143.4%。1963~1990 年，"成长型"股票的平均回报仅有 11.4%，而"价值型"股票的平均回报却高达 18.7%，这也从一个侧面解释了为什么长期奉行安全边际和价值投资的巴菲特是最终的王者了。我们还可以这样解释这个问题，过去曾经高成长的公司在"过去代表将来"心理误区的影响下其股价往往被投资者高估，同时，竞争的广泛存在又使这些公司的高成长往往不可持续，因此，对这些好公司的股票投资往往回报不佳。另外，过去成长缓慢的公司在"过去代表将来"心理误区的影响下其股价往往被投资者低估，投资分析的结果显示投资这些公司的安全边际比较高，这正是巴菲特选择股票的重要标准之一，结果是这些价值型公司的股票投资回报上佳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结论：在平稳增长而非高速增长行业中不断扩张市场份额的公司——最湿的雪，是长线牛股的发源地。

（四）寻找中长线牛股心得之二——庞大与牛股并不矛盾

——VINCI 模式：盈利重心逐步向高利润区域转移

法国万喜（VINCI）作为全球最大的建筑工程承包商，连续多年位列 ENR 全球建筑工程承包商首位，其承包的工程通常大而复杂（如阿尔卑斯山隧道、英吉利海峡隧道轨道工程、上海金茂大厦等）。

公司在“盘子巨大”的情况下，仍实现了快速增长：2000~2007 年营业额 GAGR 达 18%，净利润 GAGR 则高达 32.7%；净利润率大幅提高；所有者权益和现金流每年都以约 20%的速度增长。伴随其出色业绩表现的是股价的大幅上涨。分析法国万喜，从公司报表数据可以看出国外优质建筑企业的盈利模式特点：建筑施工业务量巨大，但获利能力有限；高利率业务依托施工业务拓展，营收少，但利润贡献比例高。2008 年 VINCI 的建筑施工（含公路）业务的净利率仅 3%，收入占比 71.5%，但利润占比仅为 43.6%；收入占比仅 14%的特许经营业务却贡献了 45%的利润。

VINCI 保持高成长的战略为：在巩固施工业务以获取稳定收益的同时，以增强盈利能力为核心，扩大服务范围，最大限度地获取产业链上下游高利润环节收益。

维持巨大的建筑施工业务量，虽其“不太赚钱”，但这是一个运营平台。只有在此基础上，才能有效获取特许经营等高端业务。同时，将主要精力集中在利润丰厚环节。将一些低附加值工作转移给分包商，而集中精力于项目策划、运作及后续经营等高利润环节，在整个项目运作过程中，VINCI 的建筑子公司和特许经营子公司形成打包服务方案，实现无缝对接和良好协同。

从扩张战略视角看，法国万喜公司利用自身在建筑业价值链中所处环节的实力，进行“一体化”纵向延伸，发展成为集多样业务于一体的工程总承包商，拓宽了企业的获利空间，实现了利润的持续、高速增长。从国内看，有部分“先知先觉”的巨型企业也正在进行业务调整和链条延伸，开启了其华丽转型之征程，如中国中铁多元化发展高利润业务、浦东建设逐步向占据产业链高端的虚拟经营商蜕变、中铁二局向城市“综合运营商”过渡、中国建筑依托房建平台大力拓展房地产业务等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 5-24 法国万喜（一）



图 5-25 法国万喜（二）

注：DG 是法国万喜在伦敦证券交易所上市的股票代码，富时 100 指数也即“FTSE100”指数，前称为金融时报 100 指数，创立于 1984 年 1 月 3 日，是在伦敦证券交易所上市的最大的 100 家公司的股票指数。该指数是英国经济的晴雨表，也是欧洲最重要的股票指数之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

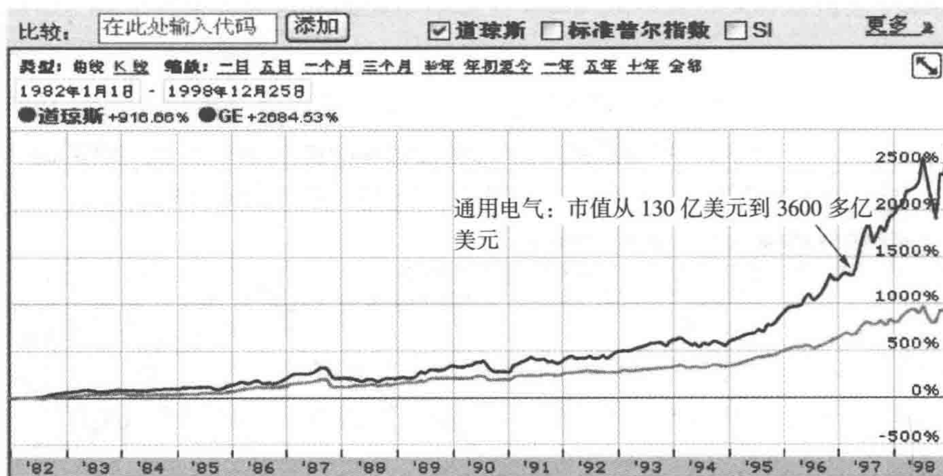


图 5-26　法国万喜（三）

1981 年，通用电气的销售收入就达到了创纪录的巨额数字 270 亿美元，但在随后的日子里，它的销售额又增长了 4 倍。1981 年 GE 市值就达到了 130 亿美元，但是从 1982 年初到 1998 年底，在道琼斯大涨 9 倍的背景下，GE 总市值在庞大规模的基础上又大涨了近 27 倍。

关于庞大与成长的关系，有一个小案例可供我们参考：

20 世纪 80 年代初期，当郭思达接手可口可乐公司时，可口可乐以大约 35%的市场占有率控制着美国的软饮料市场，而且所有人都认为市场已经足够成熟。可乐行业的同行们为了维持自己的市场份额，为了挣多 10%的市场占有率，展开不惜一切代价的争夺，尤其是百事可乐展开更为猛烈的攻势，让很多证券分析师都认为可口可乐没有什么希望了。

然而郭思达并不这样认为，他问自己的资深经理们一个问题，“在人们的肚子里”可口可乐的市场份额是多少呢？经理们突然明白，如果从“在人们的肚子里”这个角度看，可口可乐的市场份额简直少到可以忽略不计。从这个思路来看，可口可乐进入到一个广阔的市场空间，公司的竞争对手不再是百事可乐，而是咖啡、茶、牛奶，这是一个令人难以想象的巨大空间。从那一刻起，可口可乐就从一个时刻受到威胁的成熟市场的领导者转变为最大市场价值的开拓者，这也是可口可乐变革新纪元的开始。

图 5-27 中，是可口可乐从 1978 年初到 2010 年 9 月初的走势图、道琼斯走势图和百事可乐走势图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

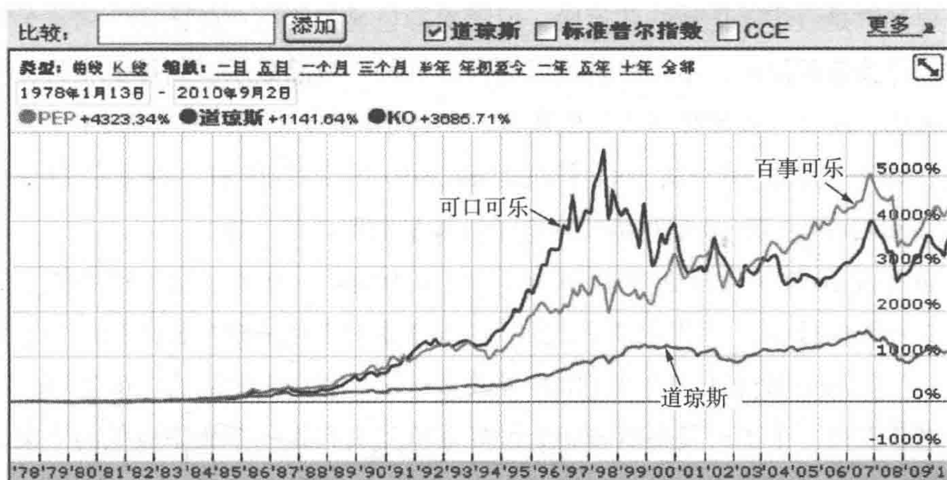


图 5-27 对比

二、避开中长线熊股

股市中随时充满了投资机会，我们一定要坚持有所为有所不为，要站在长期投资整体收益的眼光看待每个阶段的投资研究工作，虽然同样是中短线操作，投资长期跟踪的公司有利于熟悉公司股性以及增进对公司的了解，但对于不符合我们选股条件的股票，则纯粹是分散了精力，即使短线投资机会再确定，我们也坚决不参与。长线熊股就像本书开头时所讲的深达声那样的股票，这类股票长线收益很低甚至为负，即使做中短线，在这类股票中操作整体收益也很难提高。但就是这类公司，因为主业不行，在哪行都没有优势，找不到自己的定位，所以什么热门就去做什么，往往能够符合市场热点，短线股性活跃，投机机会很多，展示给投资者一个又一个铺着鲜花的陷阱，堪称是造成股市投资亏损的罪魁祸首。

那么如何发现并避免长线熊股呢?

长线熊股具有以下特征：

1. 原主业永久性衰退，致力于寻找新方向

主业转型是非常困难的事情，成功率很低，不值得一搏，而且历史越是成功，辉煌持续的时间越长，企业文化就沉淀得越是深厚，转型就越是困难（企业文化中的“过度适应”效应），如果加之是国营大公司，机制僵化再加船大掉头难，耗费 10 年以上的周折找不到新的出路很正常，投资者千万不要掉进这种泥潭里。

这样的例子数不胜数，例如：安彩高科（600207）、咸阳偏转（000697）两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家公司都曾是股市上优质的蓝筹股，但随着彩色显像管行业的没落，两家公司开始转型寻找新的出路，不管是它们所选择的软件、液晶显示、新能源项目，美好的未来都一次又一次使投资者情绪激荡，但近10年过去了，两家都ST了，至今仍处在转型摸索之中，从2000年元旦到2010年3月25日，两家公司分别以-28.5%和-20.34%的10年跌幅位列电子行业最熊股票第一版。

如果以2000年元旦到2010年元旦10年为周期，在通达信行情系统上进行各行业涨跌幅排名，可以很容易看到，各行各业中排在跌幅榜最前列的上市公司很大一部分都是因自身主业出现困难导致多年来一直谋求转型的上市公司。

诺基亚由一个木材贸易商转型为世界手机巨头只是一个概率极低的个案，如果幻想你能在中国资本市场找到第二个诺基亚，与博彩无异。

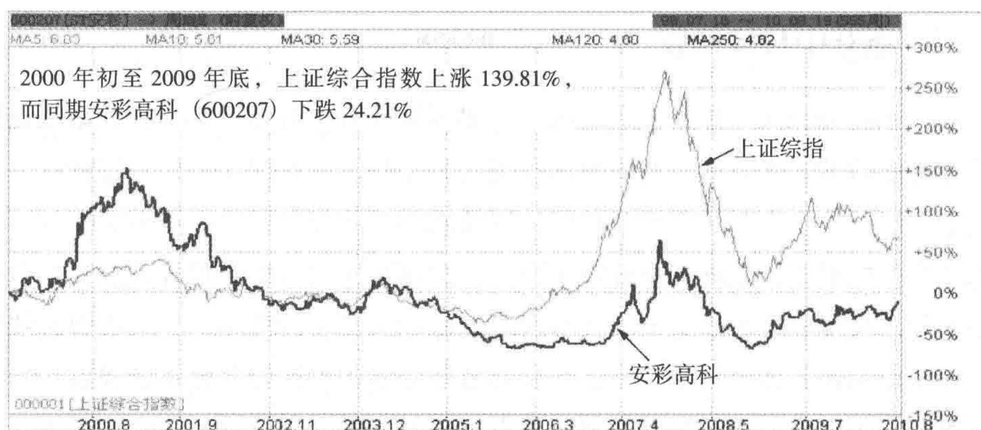


图 5-28 *ST 安彩

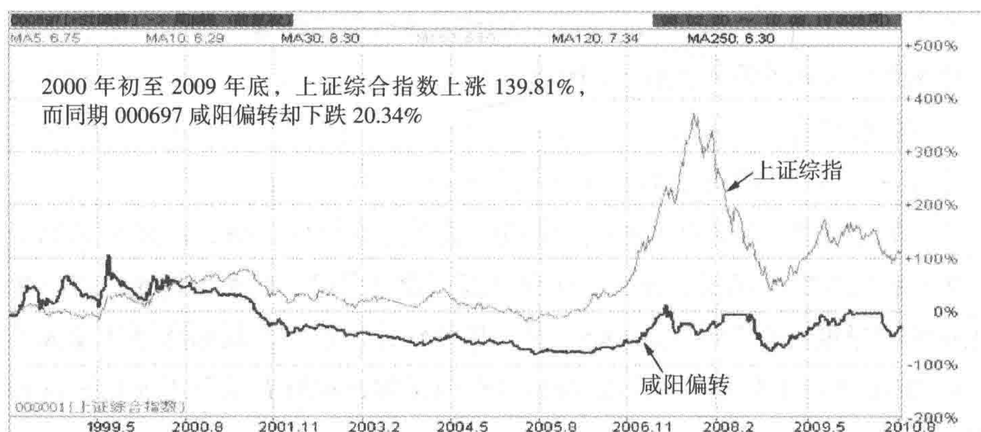


图 5-29 *ST 偏转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

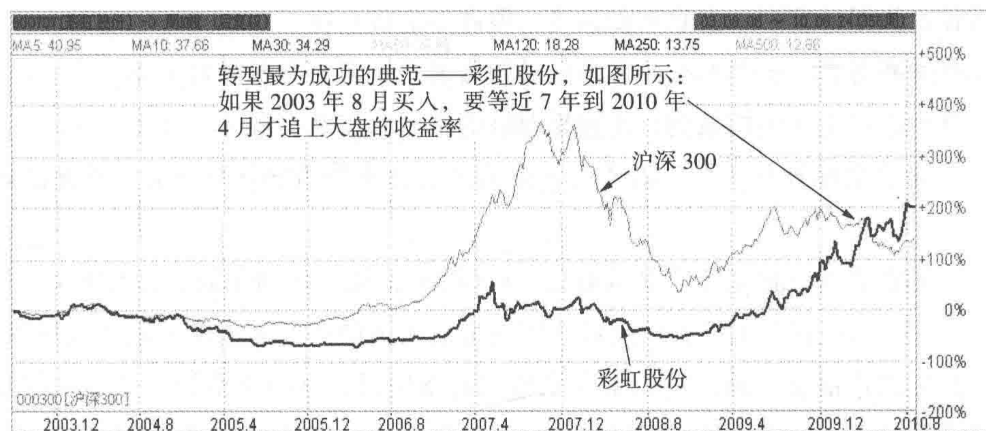


图 5-30 彩虹股份

2. 公司不健康或者对未来资产重组有期待等，种种原因致使公司不能拥有一个“专注、稳定、向上”的经营环境

要么是大股东一心掏空上市公司，大量占有上市公司资金，要么是公司管理层违法乱纪，要么是深陷担保圈或债务危机，要么是股东内斗，要么是大股东频繁更换或计划变更，主业频繁更换或频繁计划更换，等等，类似事情不仅很多，关键是对于公司的发展方向来说因层面高所以影响力度大，每件事都能改变公司整体发展计划和发展方向。

无论是什么原因造成这种状况，试想一下，如果你是总经理，处于这种境况下，你能安心负责地去经营发展公司吗？你不能！现任的上市公司总经理及经营管理团队也不能，所以公司经营状况一路江河日下。

甚至不少曾经在资本市场颇为知名的上市公司，也因长期摆脱不了这种局面而成为近 10 年在同行业中涨幅最小或跌幅最大的上市公司，如开开实业（600272）（官司、重组等）、太极集团（600129）（担保、官司等）、深赛格（000058）（重组、官司等）、天津磁卡（600800）（担保、官司、债务重组、大股东占用资金、大股东股权被冻结，等等）、金花股份（600080）（担保、官司、资产置换接连不断、大股东资产占用等）、明天科技（600091）（对外担保、大股东多次更换等）、广电信息（600637）（国有大股东变更、经常性重大资产重组期待中等）、青海华鼎（600243）（股东变更等）、南方建材（000906）（股东变更、主业改变、原大股东官司缠身股权被冻结等）、华联商厦（000882）（担保、相关官司多、股东股权变动多、资产转让受让多等）、实达集团（600734）（上市公司股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权转让、担保、官司、大股东占款等）等许多上市公司。

3. 中国特色——利益安排不到位的国企就是一只不断融化的冰棍

资本市场上太多的案例，太容易理解的原因，在此不多说。

4. 由于实际控制人个人因素或者企业文化背景等因素导致企业“商业意识”不足

（1）追求理想和光环。洪城股份（600566），洪城股份依靠技术创新从一家仅能生产小口径阀门的国企发展成为国内最具实力的阀门和流体控制机械制造基地，开发的产品多为国内首创的国家重点创新项目，其钻研精神十分令人尊敬。然而由于公司产品多为市场容量小的高端定制产品，在我国机械设备行业高速发展的背景下，公司利润长年徘徊不前，从其股价近 10 年的涨幅来看，2000 年元旦到 2010 年 3 月 25 日，股价反而下跌了 20%多，成为机械设备行业长线熊股。

浪潮信息（000977），国内服务器本土品牌第一名，亚太区最大的服务器生产基地，浪潮服务器引领了中国服务器市场的几乎全部技术创新实践。但公司产品面临激烈的国际巨头竞争，利润长年在低水平上起起落落，而公司股价 10 年来也跌去了 30%多！

鲁北化工（600727），10 多年前就凭借石膏制硫酸联产水泥和海水一水多用两条绿色产业链而风光无限，在我国科技、政治界获得了极高荣誉。然而在中国靠牺牲环境、耗费资源高速发展的年代，上市公司连年巨额亏损，被特殊处理，如今保牌都很困难。

上述企业的教训告诫我们，企业经营就是要立足现实环境扎扎实实地获取利润，过于高端的产品和太过超前的经营意识不能带来好的效益。

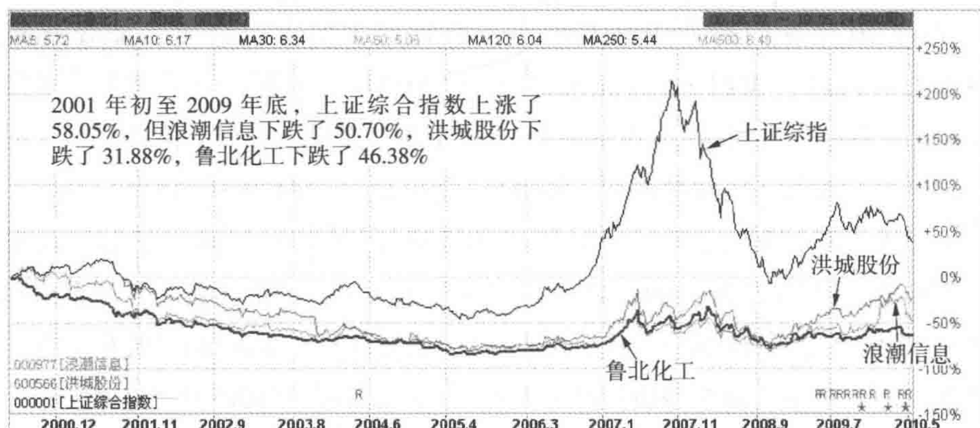


图 5-31 *ST 鲁北

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）企业文化背景等因素造成经营者价值冲突。例如：高校板块校办上市公司就是这种文化背景冲突的典型，我们要特别警惕。很多校办企业，思想根源上就缺乏利润意识，行动上基本就不以盈利为目的。高校一股独大这种上市公司，根不正，苗难红。长期发展下来，基本上都是远远跑输大盘的。

表 5–7 高校板块

代码	公司名称	所属高校	所属行业	是否高校一股独大
600100	同方股份	清华大学	信息技术	是
600590	泰豪科技	清华大学	机械设备仪表	省校合作
000590	紫光古汉	清华大学	医药	高校+国资委（有民营倾向）
000938	紫光股份	清华大学	信息技术	是
000990	诚志股份	清华大学	医药行业	是
600601	方正科技	北京大学	信息技术	一股较大
000788	西南合成	北京大学	医药生物	否
600624	复旦复华	复旦大学	综合类	是
600530	交大昂立	上海交通大学	生物制品	否
600661	新南洋	上海交通大学	信息技术	是
600701	工大高新	哈尔滨工业大学	食品饮料	是
600857	工大首创	哈尔滨工业大学	信息技术	一股较大
600392	太工天成	太原理工大学	信息技术	有法人股制约
600718	东软集团	东北大学	信息技术	否
600797	浙大网新	浙江大学	信息技术	是
600846	同济科技	同济大学	房地产	是
000004	ST 国农	中国农业大学	生物制药	否
000790	华神集团	成都中医药大学	医药生物制品	否
000915	山大华特	山东大学	综合类	是
000988	华工科技	华中科技大学	机械设备仪表	是
002030	达安基因	中山大学	医药生物	否
600657	信达地产	北京大学	计算机应用	否
600076	ST 华光	北京大学	通信	曾经是 2000~2006 年
600136	道博股份	清华大学	综合类	否
600551	时代出版	中国科技大学	出版、电子设备	2007 年前是，但是有制约
000836	鑫茂科技	天津大学	计算机	2005 年前是
002253	川大智胜	四川大学	计算机软件	
600091	ST 明科	北京大学	化工	是
000537	广宇发展	南开大学	综合类	2000~2009 年是
600730	中国高科	众多高校合作	综合类	众多高校合作
000939	凯迪电力	武汉大学	电力	否，是 37 个自然人
600455	ST 博通	西安交通大学	计算机	否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高校一股独大以及高校与国资合资的上市公司有：同方股份、紫光股份、泰豪科技、紫光古汉、诚志股份、方正科技、复旦复华、新南洋、工大高新、浙大网新、同济科技、山大华特、华工科技、明天科技、广宇发展，以该 15 只股票组成一个高校板块，从 2002 年初到 2009 年底，高校指数与全部 A 股走势对比如图 5-32 所示。

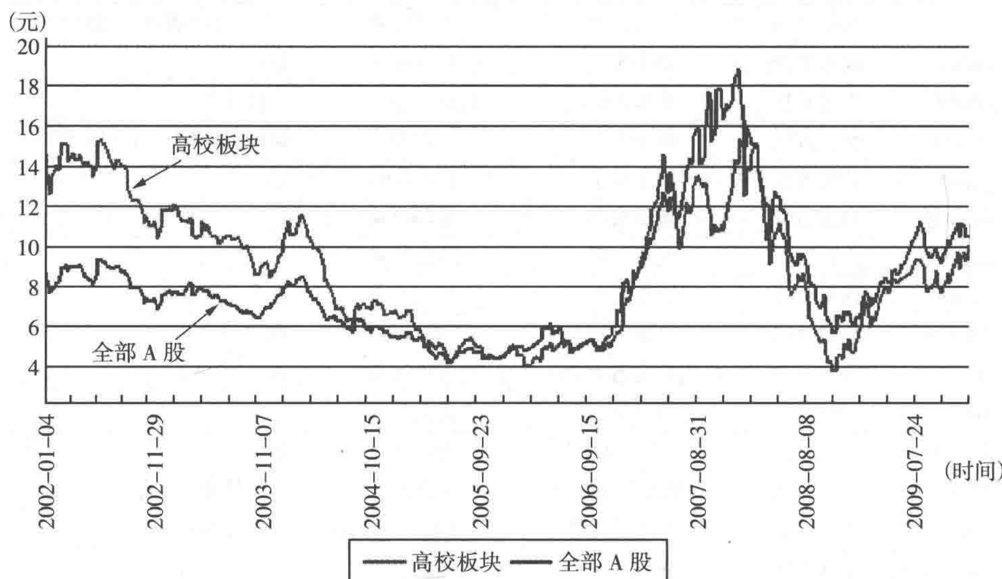


图 5-32 高校板块

全部 A 股股票加权平均股价走势图，从 2002 年初的 8 元上涨到了 2009 年底的 10 元以上，上涨约 25%。代表 15 家高校板块股票总股本加权平均股价走势图，可以看到其数值从 2002 年初的 14 元下跌到 2009 年底的不足 10 元，下跌了约 30%。8 年多以来，高校板块远远跑输了大盘！

（3）经营文化冲突。云南白药上涨百倍的奇迹是军工企业进军民品成功的典范，但其实云南白药一直都很难算作严格意义上的军工企业，它只不过是军需供应品企业。

鉴于国防需要的特性，长期致力于高端军工生产的公司，在企业文化上有显著的特点是对最新的科技进步具有高度敏感性，但对生产成本相对麻木，商业意识淡薄。这样的企业，希望其在仍保留大部分军工业务的同时向民用品转型并获取较好的利润是非常困难的，一家公司很难同时处理好两种存在显著差别的企业文化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

航天电子就是这样在别别扭扭中往前发展的公司。

航天电子在 1999 年通过借壳武汉光缆上市，公司原控股股东是中国运载火箭研究院（航天一院），2003 年在航天一院的基础上成立了航天时代电子公司。时代电子为航天电子的控股股东，持有上市公司 20.3%的股权。

时代电子是中国航天科技集团公司为贯彻江泽民主席建设“哑铃型”国防工业体制（即寓军于民、高度开放）的指示，整合中国航天科技集团公司内的电子专业资源，加速发展具有航天优势的航天电子专业，开拓出电子专业应用的新领域，力争早日成为国际一流，国内领先的电子专业集团。正因为此，航天电子在 2003 年就成为了航电科技集团以军工体制进军民品生产的实践先锋，上市公司航天电子很早就喊出了“大力发展民用产品力争使民品占到公司收入的 2/3 的比例”的发展目标。

但是，我们看到，受军工企业经营文化所限，航天电子的民品业务一直发展缓慢，增长速度屡屡低于大家的预期。如表 5–8 所示，2008~2010 年中报，航天民用产品占公司销售收入的比例才达到 27%，毛利率也才 15.20%，市场竞争力还很弱。

表 5–8 航天民用

	2010 年中报	2009 年年报	2008 年年报
收入构成			
航天军用产品（%）	71.13	78.28	80.16
航天民用产品（%）	27.09	20.15	18.77
毛利率			
航天军用产品（%）	32.93	30.89	35.26
航天民用产品（%）	15.20	20.20	22.16

5. 公司主导产品由垄断变为竞争

这点与我们“投资机会”章节中的“行业洗牌”型投资机会刚好相对应，那时我们说，当公司主导产品由竞争阶段进入到垄断时，我们将获得“强”投资机会，强度甚至达到可以对抗熊市的程度。反之亦然，当强大竞争对手加入，公司的主导产品由垄断重返竞争阶段时，我们面临的也是同样程度的“强”顶，强度甚至达到可以逆牛市而下跌的程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例一：

20世纪90年代，大冷股份依托三洋国际先进的制冷技术，几乎独步国内制冷界，产品在技术和质量上遥遥领先于国内同行，公司因此获得了长达十几年的持续成长。在经过了行业高速发展的辉煌时期后，迎来了行业的成熟期，大冷面对的问题不仅是市场增长率减缓，而且随着国际先进制冷技术在国内的扩散，国内竞争对手与大冷股份在产品技术上和质量上的差距正在缩小，客户的特殊要求逐渐增加，交货期大幅度缩短，价格竞争激烈。

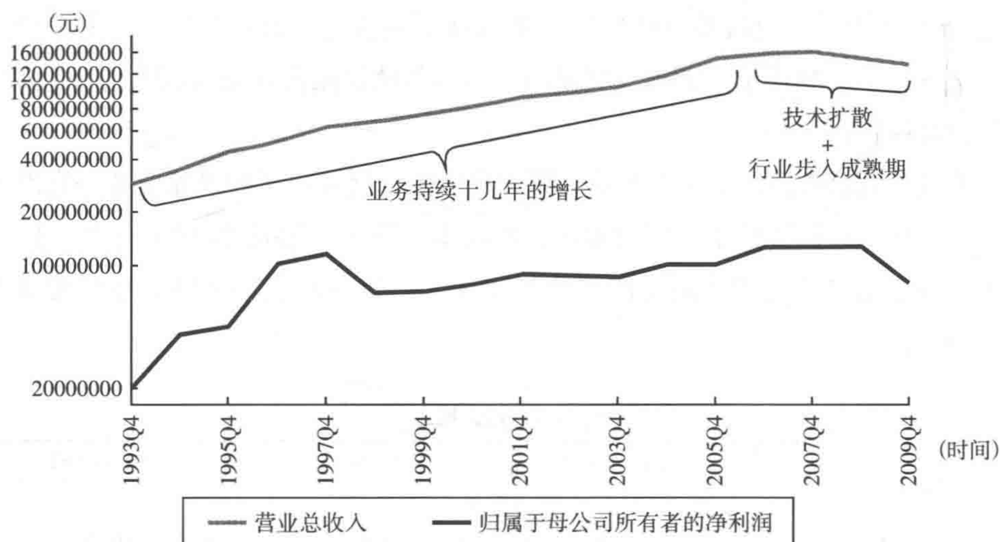


图5-33 大冷股份营业收入和净利润走势

资料来源：Wind资讯。

案例二：

竞争对手量产，市场由寡头独占转变为竞争使新疆众和业绩成长大幅低于预期。

2006年5月24日，我们看到国泰君安证券公司一篇公司研究报告《新疆众和（600888）：跨越技术瓶颈在沉默中爆发成长》，预估新疆众和股改全面摊薄后公司2006年、2007年、2008年EPS可分别达到0.90元、1.80元、2.71元，DCF估值显示公司每股价值60元（当时公司股价为18元，目标上涨空间为233%）。而截至2010年8月底，在上证指数上涨了65.87%的情况下，公司的实际股价仅上涨了80.33%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，究竟是什么使国泰君安这位研究员当时错误地如此看好新疆众和呢？该研究报告中写道："公司成功打破多年来由欧美和日本企业对电子新材料的垄断局面，目前高纯铝产品占据国内市场80%以上的市场份额，高压电子铝箔产品占据国内市场70%以上的市场份额。"在市场技术垄断兼之铝箔行业高速成长的良好预期下，研究员认为公司有望获得高速发展就不难理解了。

但是，虽然新疆众和关于高纯铝和电子铝箔的技术突破的确打破了多年来由欧美和日本企业对电子新材料的垄断局面，但高纯铝的制造技术在国际技术市场上并不难获取，在高毛利率的吸引下，国内包铝、关铝、东阳光铝等厂家逐渐进入高纯铝的生产。正如国泰君安研究报告上所述的那样，起初大家的工艺都还不十分成熟，致使新疆众和的市场占有率很高，但随着后面几年这些厂商量产期的到来及霍林格勒、红鹭铝业等从国外引进技术的新生产线的建成，国内的高纯铝产量大幅增长，从而对高纯铝的价格形成冲击，造成新疆众和高纯铝毛利率的快速下降（从2004年的40.16%下降到2009年的13.93%）。

新疆众和电子铝箔在国内主要的竞争对手是东阳光铝和北京伟豪，中高压的电子铝箔由于技术和资金壁垒的存在，在相当一段时期内供应增长有限。而且，即使技术上取得突破，电子铝箔生产的磨合期较长，这也使得电子铝箔行业的高景气时间会较其他行业时间长。这些因素使电子铝箔最近几年行业集中度较高，竞争较为缓和。新疆众和虽然是非铬酸工艺技术国内唯一的掌握者，但技术路线之间的竞争并不见得低于产品之间的竞争；兼之新疆众和与竞争对手都不断扩充产能，使电子铝箔的毛利率也不断出现下滑。

表5–9 历年年报

	2009年年报	2008年年报	2007年年报	2006年年报	2005年年报	2004年年报
毛利率						
电子铝箔（%）	36.54	38.26	42.81	42.96	44.18	47.37
电极箔（%）	32.94	33.74	26.84	16.77	23.56	19.48
	←					不断下滑
高纯铝（%）	13.93	25.13	29.11	39.11	36.81	40.16
铝杆（%）	13.06	—	17.81	22.20	22.96	19.21
	←					快速下降

主要产品毛利率的下滑使新疆众和利润增长远远低于国泰君安研究所的预期，从而公司的股价表现也大幅低于预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



6. 盲目的扩张

客观地说，大企业管理者的收入往往要高于小企业管理者的收入，大企业管理者的权势更是高于小企业管理者，所以一旦摆脱股东的控制，管理层往往倾向于企业扩张。对于企业扩张，尤其是通过收购行为进行的外延式扩张，投资者一定要设法搞清楚收购行为对企业目前经营形势的必要性，核实企业有没有在事前经过严谨的计算和充分的准备。

资本市场方面，一般来说，在对企业高速发展的热度逐渐消散之后，收购的整合问题就实实在在地摆在了投资者的面前，而一次大的收购如果整合不成功，对于踏进一个大泥潭的上市公司来说，收购期间公司股价所形成的高点基本也就是企业至少在未来 3~5 年的阶段性高点了。

上文曾经说到，"扩张"是我们选择潜力股的一个重要标准，为什么在这里又变成了熊股的鉴别标准了呢？其实"扩张"是把双刃剑，"开始高速扩张"就如同赌博中"开始重金押入"是一个道理，胜则一飞冲天，败则一塌糊涂、不堪收拾，凡是开始高速扩张的公司都应该引起我们的高度关注。

案例一：

大宇集团盲目扩张的失败教训

在扩张方面，韩国大宇是个众所周知的典型例子。大家知道，韩国大型财团之所以能够崛起，靠的就是在政府资金支持下的迅速规模扩张，作风强悍的韩国财团以冒险精神闻名于世，在世界经济平稳发展的时期，依靠廉价的劳动力和政府源源不断的资金和政策支持，韩国大财团一往无前，在国际市场上形成了强大的竞争力。但是，超速发展的背后却潜伏着危机。韩国企业界滋生了所谓"大马不死"的心理，认为企业规模越大，就越能立于不败之地。无限制地、盲目地进行"章鱼足式"的扩张成了韩国企业推崇的一种发展模式。

大宇正是这种模式的积极推行者。据报道，1993 年大宇总裁金宇中提出"世界化经营"战略时，大宇在海外的企业只有 150 多家。而到 1999 年底增至 600 多家，"等于每三天增加一个企业"。大宇汽车曾创造了世界车坛的一个速成神话，从成立到崛起为汽车业界的巨无霸之一，仅用了不到 20 年时间，这曾给最为强调民族自尊的韩国人带来过无限的自豪和荣耀。

1997 年底韩国发生金融危机后，其他企业集团都开始收缩，但大宇仍然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我行我素、结果债务越背越重。1999 年初韩国政府提出“五大企业集团进行自律结构调整”方针后，其他集团把结构调整的重点放在改善财务结构方面，努力减轻债务负担。大宇却依然迷恋于以往的高速发展逻辑，盲目地认为只要提高开工率，增加销售额和出口就能躲过这场危机。因此它继续大量发行债券，进行“借贷式经营”。1999 年大宇发行的公司债券达 7 万亿韩元。

大宇乐观地认为，韩国政府会一如既往地在资金方面给公司兜底，而且只要在价格上给予一定程度的让步，美国通用汽车也会乐于收购大宇汽车 50%的股权。

但 1997 年，亚洲金融危机发生之后，时局发生了逆转，形势并没有像大宇想象的那样乐观。到 1999 年初，大宇的财务状况明显恶化。此时，大宇希望与通用合作，但由于“大宇账本上隐藏的巨大亏损”，合作终成泡影。而韩国政府也遇到了大麻烦，为了获得国际货币基金组织的 600 亿美元贷款，韩国必须对大企业集团进行改革。这意味着国家和国家控制的银行不能再支持像大宇这样的宠儿了。

大宇集团轰然倒塌，集团创始人潜逃海外，一个辉煌的企业帝国就这样灰飞烟灭。

案例二

双鹤药业——扩张步伐过快造成整合困难

2003 年初，双鹤药业公司已在湖北、安徽、黑龙江、陕西、山西等地收购了几家大输液生产企业。公司还收购了两家天然药物生产企业。收购了经营不善的北京第四制药厂，重新开发蜂王精产品。收购了昆明制药下属的某合资企业，开始生产脂肪乳输液品种。而且，公司还在与意大利、美国的输液生产企业洽谈合资合作事项，双鹤自信地宣称会在不久的将来迈出国际化的脚步。

结果是，公司 2002 年前后在大输液和医药商业领域的过快扩张，带来了 2003~2004 年业绩与财务状况的急剧恶化（如图 5-34 和图 5-35 所示）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

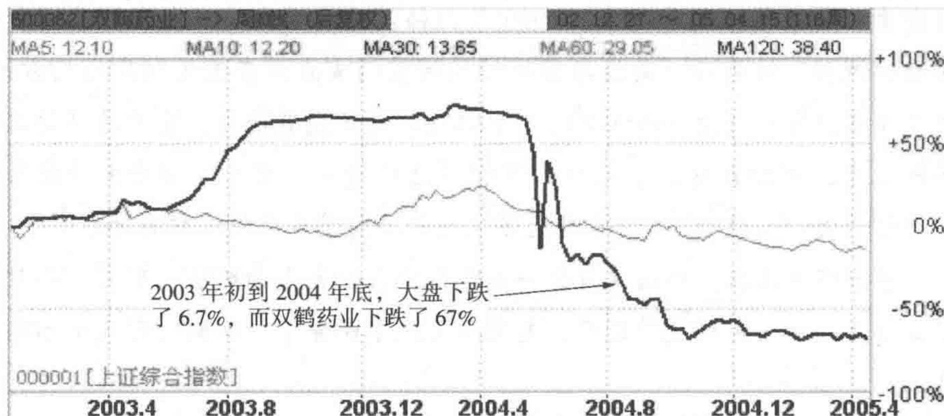


图 5-34 双鹤药业：扩张步伐过快造成整合困难

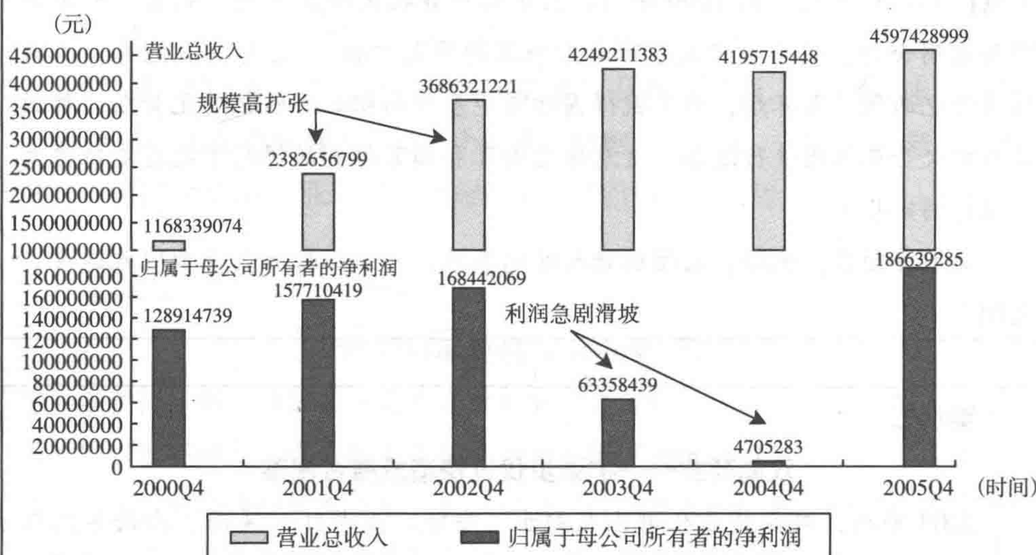


图 5-35 财务状况（一）

资料来源：Wind 资讯。

7. 政策环境是企业生存的基本外部环境之一，政策环境的变化关系到企业的存亡

案例一：

中国化妆品行业属于对外开放背景下的政策牺牲品：索芙特（000662）和两面针（600249）曾经是国内化妆品公司成功的典范。但日化行业是我国最早开放且开放最全面的行业，几乎没有任何产业限制和保护，大批国际化妆品公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司纷纷进入中国市场，带动我国日化行业蓬勃发展的同时导致行业内竞争也异常激烈。同国外竞争对手强大的品牌阵营、雄厚的经济实力相比，国内化妆品生产企业在规模、管理、专利、技术及品牌方面均处于弱势，只能在一些大众化妆品方面和二三线城市中和对手进行竞争，而国内高端化妆品市场则几乎由外资品牌全部垄断。外资品牌已成为我国化妆品市场的主角，而国产品牌的阵地持续缩小。

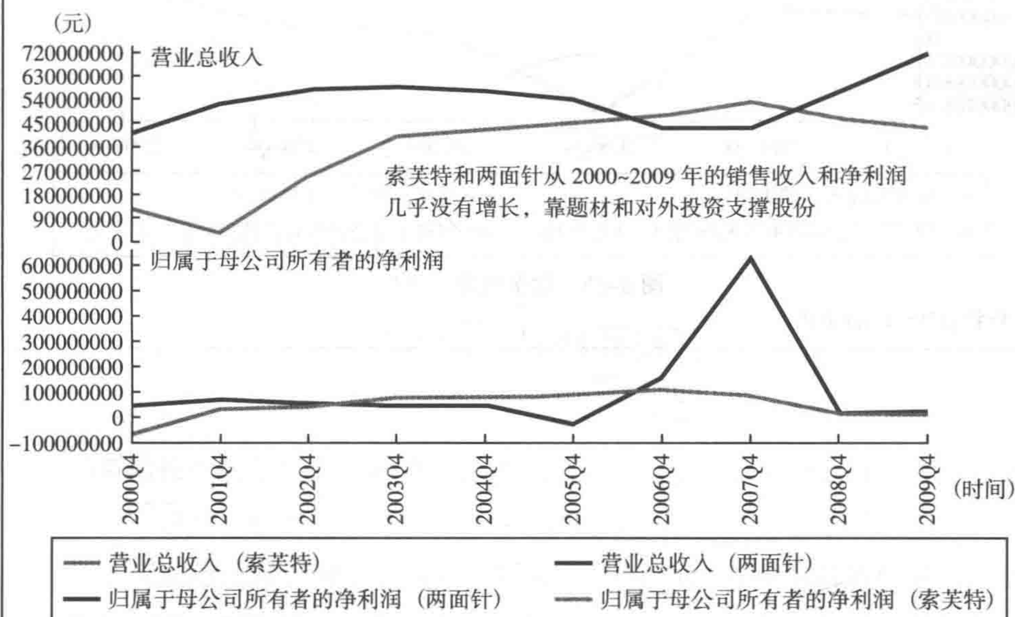


图 5-36 财务状况（二）

资料来源：Wind 资讯。

案例二：

从“十一五”及以前的政策看，国家更倾向于将煤化工和生物能源作为技术储备，保障能源安全，而并不是大比例地替代石油。这导致类似泸天化(000912)（煤化工：2006 年国内最大二甲醚项目在泸天化投产成功）和丰原生化（000930)（生物能源）发展空间有限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



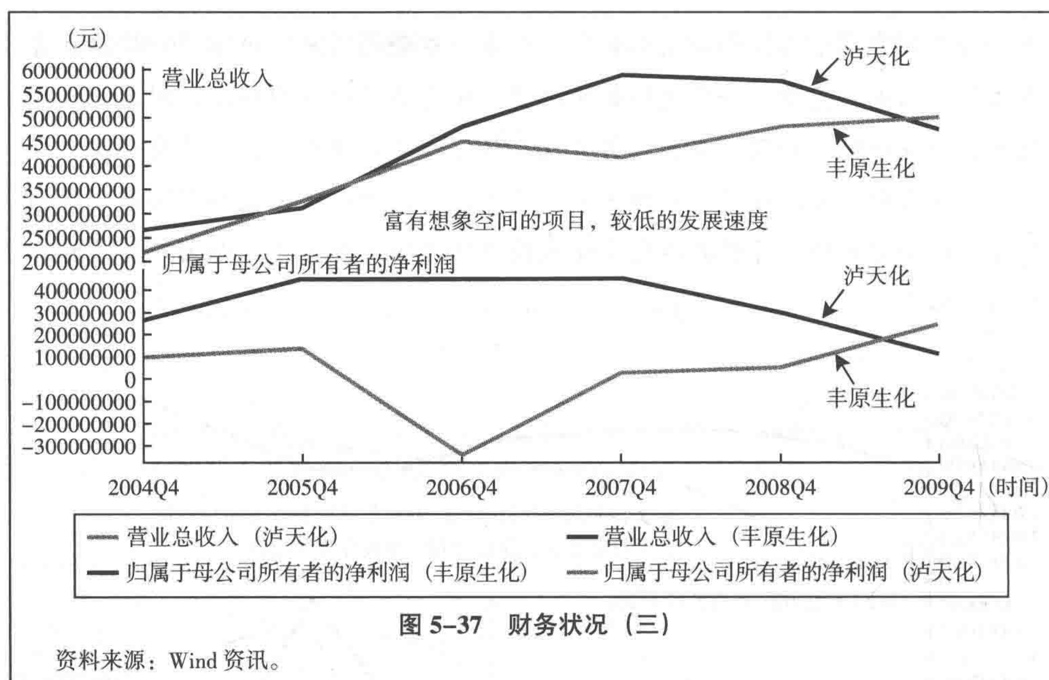


图 5-37 财务状况（三）

资料来源：Wind 资讯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

‖第六章‖

买卖时机

第一节 投资时钟

经济增长指的是根据要素的可得性所得出的经济增长趋势，这些要素包括资本、劳动力和技术进步，它们是经济增长的源泉。

经济周期指的是，经济围绕经济趋势上下波动，经济周期的根源是外部冲击、投资过剩、存货过多、收入分配失衡。

微观上看，价格是经济调整最重要的杠杆；宏观上看，价格与增长的互动就是经济周期的变动。

为了及时反映不同经济周期的变化，抓住经济周期的拐点，我们把经济周期划分为四个阶段：增长和通胀同时低位（衰退）；增长上升，通胀低位（复苏）；增长和通胀同时高位（过热）；增长下降，通胀高位（滞胀）。

国内外资本市场专业人士针对不同经济周期阶段各行业的投资收益情况所总结出来的股市投资时钟将有助于我们掌握更好的投资时机。

但关注投资时钟不是单纯地让我们以此为依据进行投资，关注投资时钟使我们能够根据当前的经济状况迅速将注意力集中到有机会的行业板块中，有助于缩小研究范围、提高投资效率、把握投资良机。

图 6–1 是经典的美林投资时钟，分析如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

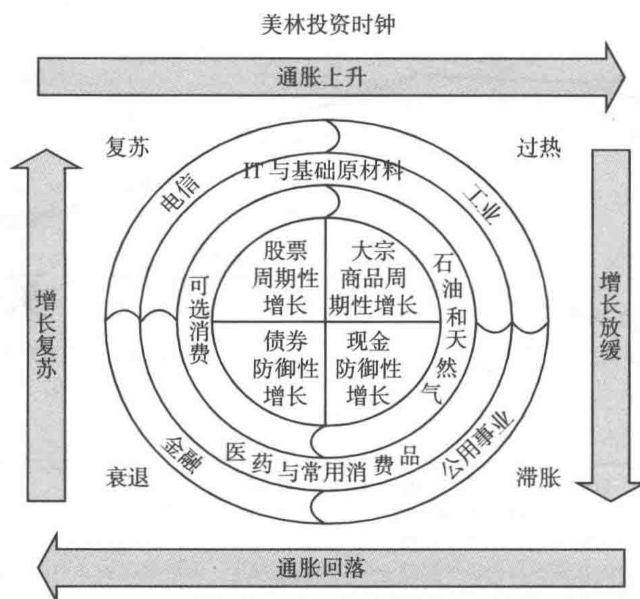


图 6-1 投资时钟

在经济衰退期，由于成本和利率下降，可选消费上升。可选消费品行业往往是经济周期变动的领头雁，主要包括住宅和汽车等耐用消费品。

在经济过热时期，由于成本和利率上升，可选消费下降。

一般消费（即主要消费）具有很强的刚性，所以波动很小。一般消费的启动往往慢于可选消费，但仍然略微领先于设备投资。可选消费复苏之后，首先直接拉动设备投资，设备投资先行，随后是建安工程、建材等。

因此，经济复苏先后顺序：可选消费→一般消费→设备投资→建安工程→建材。

一、衰退阶段

经济增长率低于潜在增长率，继续呈减速趋势，产出负缺口继续扩大，通胀继续回落并触底略有反弹，这一阶段债券是当仁不让的最优选择。

衰退阶段又可细分为三个阶段：

（1）衰退但降息前：在经济刚结束上一轮的过热和滞胀而进入收缩阶段时，表现最好的是防守型的主要消费品和医药（人人都离不了）；

（2）衰退并开始降息：在收缩期的第二阶段，当经济转向寻找谷底的时候，利率会下调以刺激经济，这时候表现较好的是利率敏感型行业，包括金融行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(表现好）和公用事业（高资产负债率）；

(3) 经济见底之前的时间里，可选消费需求开始增加，而资源价格的下降同时降低了该行业的成本。

衰退阶段表现最差的、需要回避的是工业类股票、资本品股票。

二、复苏阶段

上一阶段放宽货币供给等政策逐步起作用，经济开始转暖，虽然经济增长率仍低于潜在增长率，但呈加速趋势，产出负缺口逐渐减小，随着经济活动的加速，价格水平开始回归。在这一阶段，股票是高收益的资产。

在行业上，由于经济复苏往往伴随着高新技术出现、基础材料研究的突破，因此，高新技术如计算机行业是超配的行业。高新技术引发的投资机会以及低利率带动的可选消费增长是经济由衰退走向复苏的两大动力，因此可选消费和科技股是投资的首选。

这个阶段以持有股票为主，尤其是成长型股票，而表现最差的资产是现金类或防守类资产。

三、过热阶段

经济增长率超过潜在经济增长率，呈加速趋势，产出的正缺口逐渐扩大，经济活动的加速使通胀进一步上升。这一阶段，经济活动的过热以及较高的通货膨胀使商品资产成为收益最高的资产，在这一阶段最容易出现泡沫。

这个阶段表现最好的是有利于产能扩张的科技、资本品、工业类股票。此时央行开始加息，紧缩经济。表现最差而需要回避的是债券和金融类股票。

四、滞胀阶段

经济增长率依然超过潜在增长率，但呈减速趋势，产出的正缺口逐渐减小，通胀余威仍然存在，前一阶段的经济过热传导到了上游经济领域，股票中石油天然气、基础原料、公用事业是较好的选择。

其实，无论做得再好、再经典的投资时钟，也不过是基于历史数据的一种统计上的大概率而已，所有的投资时钟最核心的都是行业间通过供求关系的相互传导，以及景气行业的数量与宏观经济景气之间的互动，投资时钟只不过提供一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究方向，贴近微观经济对这种轮动和互动进行观察，以更确定、更可靠的证据作为投资的依据，才能立于不败之地。

而且，美林时钟更多的是基于利率的调整进而经济总量的起伏为主线，从而造成了其经济周期启动源头为利率敏感型行业，但现实经济活动中并不总是这样，随着扩张货币政策被广泛地过度利用以及经济增长动力日益科技化，未来经济波动的动因并不是那么容易说清楚的。

为此，我觉得下面的一个简化图也许能够更有生命力：

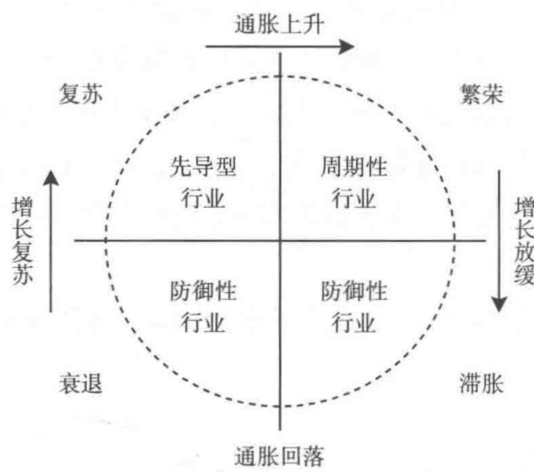


图 6-2　简化图

将投资时钟和风格轮动结合起来，实用性会更好：

结合图 6-2 来看，在衰退期应该买防御行业中的小盘且业绩增长股，在从衰退到复苏的过程中应该从小盘到中大盘购买先导行业中的股票，在复苏到过热阶段应该依据先导行业景气所传导到的部分周期行业的先后顺序购买从小盘到大盘相关股票，在滞胀阶段购买后周期的大盘股。

具体的行业间景气传导和轮动是因时因势而变的，大家平时应该勤加搜集，整理成图表，作为当时阶段的投资参考依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

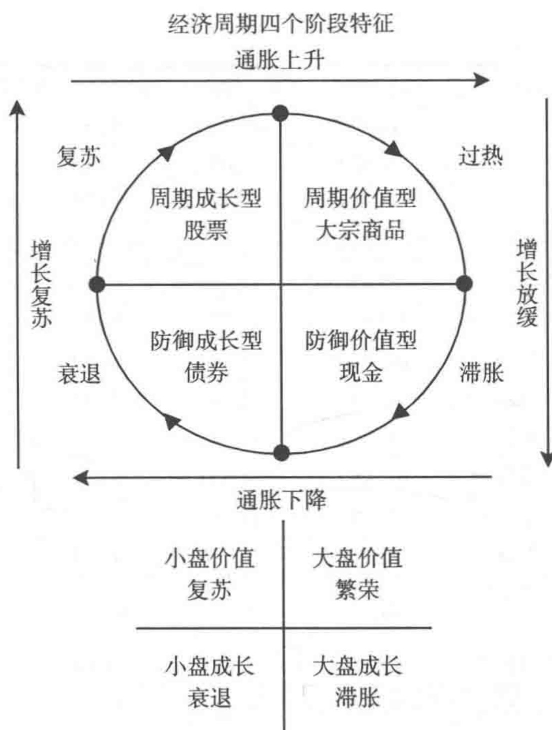


图 6–3　结合图

第二节　行业季节轮动

以下的表格供大家在投资时查阅。

从表 6–1、表 6–2 中可以看出，不同行业在不同季度里表现不同，在目标公司所在的子行业整体股价表现最好的季节到来之前买入并持有至季节结束，能够大幅提高投资收益率。

表 6–1　季节轮动（一）

2009~2014 年十大行业	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	总计
求和项：GICS 信息技术	125.08	2.06	57.8	28.7	213.64
求和项：GICS 医疗保健	79.55	10.45	62.15	18.43	170.58
求和项：GICS 非日常生活消费品	82.32	–5.1	61.19	28.64	167.05
求和项：GICS 工业	52.58	–21.61	33.23	49.06	113.26
求和项：GICS 金融	13.83	13.34	–11.62	96.25	111.8
求和项：GICS 日常消费品	4.93	13.84	57.04	22.01	97.82
求和项：GICS 原材料	50.93	–30.42	42.9	29.08	92.49

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

2009~2014 GICS 二级行业	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	总计
求和项：GICS 公用事业	28.83	-16.41	12.1	60.52	85.04
求和项：GICS 电信业务	16.62	-13.87	32.12	25.78	60.65
求和项：GICS 能源	-6.92	-16.57	4.63	56.04	37.18
2009~2014 年 GICS 二级行业	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	总计
求和项：GICS 软件与服务	158.27	11.94	69.3	33.89	273.4
求和项：GICS 媒体Ⅱ	142.5	11.27	95.66	-10.57	238.86
求和项：GICS 医疗保健设备与服务	107.43	21.59	68.49	26.86	224.37
求和项：GICS 半导体产品与设备Ⅱ	165.56	2.71	34.81	20.09	223.17
求和项：GICS 汽车与汽车零部件	104.3	-1.29	67.49	47.25	217.75
求和项：GICS 技术硬件与设备	107.46	-1.05	57.71	28.47	192.59
求和项：GICS 综合金融	42.19	-24.46	6.54	162.53	186.8
求和项：GICS 商业和专业服务	85.15	3.5	43.17	36.87	168.69
求和项：GICS 制药、生物科技和生命科学	74.5	9.41	61.21	17.06	162.18
求和项：GICS 耐用消费品与服装	83.1	-15.62	38.84	47.15	153.47
求和项：GICS 家庭与个人用品	82.63	-9.1	51.36	22.33	147.22
求和项：GICS 房地产	57.92	11.6	11.97	57.4	138.89
求和项：GICS 消费者服务	64.75	-3.09	50.26	25.81	137.73
求和项：GICS 保险Ⅱ	-27.25	17.76	-16.99	145.2	118.72
求和项：GICS 资本品	50.38	-17.24	35.26	49.95	118.35
求和项：GICS 零售业	40.28	-11.1	78.87	5.12	113.17
求和项：GICS 运输	51.45	-37.96	34.18	54.82	102.49
求和项：GICS 银行	13.23	18.52	-16.79	86.72	101.68
求和项：GICS 食品、饮料与烟草	-0.29	16.62	56.89	22.44	95.66
求和项：GICS 原材料Ⅱ	50.93	-30.42	42.9	29.08	92.49
求和项：GICS 食品与主要用品零售Ⅱ	25	-4.93	54.26	16.2	90.53
求和项：GICS 公用事业Ⅱ	28.83	-16.41	12.1	60.52	85.04
求和项：GICS 电信业务Ⅱ	16.62	-13.87	32.12	25.78	60.65
求和项：GICS 能源Ⅱ	-6.92	-16.57	4.63	56.04	37.18

表 6-2　季节轮动（二）

2009~2014 年申万风格	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	总计
求和项：SW 高市净率指数成分	129.2	17.47	74.35	32.31	253.33
求和项：SW 高市盈率指数成分	137.43	1.92	60.41	20.42	220.18
求和项：SW 高价股指数成分	58.29	28.68	49.74	41.13	177.84
求和项：SW 中市盈率指数成分	77.22	-1.94	45.85	26.58	147.71
求和项：SW 小盘指数成分	83.62	-11.84	48.03	24.57	144.38

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

2009~2014 年申万风格	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	总计
求和项：SW 中盘指数成分	64.85	-9.28	45.56	36.58	137.71
求和项：SW 中市净率指数成分	66.57	-13.61	36.94	43.93	133.83
求和项：SW 中价股指数成分	60.53	-8.99	27.65	50.79	129.98
求和项：SW 活跃指数成分	70	-12.71	43.43	21.3	122.02
求和项：SW 绩优股指数成分	16.3	26.49	-2.11	73.49	114.17
求和项：SW 微利股指数成分	60.78	-29.33	43.85	26.24	101.54
求和项：SW 大盘指数成分	11.32	1.81	3.14	75.65	91.92
求和项：SW 亏损股指数成分	56.28	-28.57	50.66	10.8	89.17
求和项：SW 低市盈率指数成分	7	2.92	-1.49	79.49	87.92
求和项：SW 低价股指数成分	14.97	-2.53	-2.46	66.31	76.29
求和项：SW 低市净率指数成分	6.52	-2.46	-4.19	75.94	75.81
求和项：SW 配股指数成分	-22.05	13.65	54.11	27.15	72.86

第三节 股市投资风格轮换

一、美国股市不同风格类股票投资收益率概况

美国的基金经理人习惯于不断地在小盘股、大盘股、成长型股票、价值型股票之间进行换手，这种“风格化投资”在华尔街全面盛行。总的来看，历史数据显示小盘股表现优于大盘股，价值型股票表现优于成长型股票（见表 6-3）。

表 6-3 股票的复利年回报率（1963 年 7 月至 2000 年 12 月）

单位：%

规模	小盘股	大盘股
价值型	23.26	13.59
成长型	6.41	10.28

PE 和 PB 比较低的股票通常被称为价值型股票，PE 和 PB 比较高的股票被称为成长型股票。在美国，价值型股票集中于石油、汽车、金融和大多数公用事业，成长型股票集中于高科技企业，如制药、通信和计算机等。

从表 6-3 中可以看出，从近 40 年的长线结果看，价值股收益率高于成长股，小盘价值股最高，小盘成长股最低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）大盘股和小盘股

从整体统计结果看，大盘股和小盘股的长线投资收益非常接近，但两者表现出很明显的阶段性强弱轮动。1945~1960 年，小盘股表现不及大盘股；1960~1975 年，小盘股略强于大盘股；1975~1983 年，小盘股年复利回报率达到 35.3%，超过大盘股 15.7%的 2 倍，9 年间小盘股总体回报率超过 14 倍；1983~2000 年，小盘股表现低迷，不如大盘股。

小盘股表现最出色的是 1975~1983 年处于美国股市 16 年大箱型整理的后半段，这时期，美国经济正从大萧条后最严重的经济下滑中复苏。同时，国际经济形势动荡不安，企业外围经营不稳定，大企业的前景不明朗，而中小企业船小调头快，中小企业因此得以在经济走出萧条过程中表现出色。除了 1975~1983 年这 8 年的经济动荡期之外，大盘股整体收益水平要好于小盘股，这反映了规模效益的优势，同时也反映出美国经济各行各业竞争格局日益趋向集中的大趋势。

（二）价值股和成长股

第二次世界大战后，人们很难相信会再次出现大萧条和股崩，人心稳定，百业待兴，1945~1966 年美国道琼斯工业平均指数从 150 点一路上涨到 1000 点。20 世纪 60 年代，费雪的成长股投资理念开始兴起，整个 60 年代美国股市经历了从成长到概念的狂热。1966~1982 年，指数在 1000 点高点和 600 点低点之间震荡了 16 年。震荡期间，股指在 1972 年底、1976 年底和 1981 年上半年形成了三个阶段性高点，而 1972 年底的高点是“漂亮 50”（美国 50 个大盘成长股）的大涨形成的，1972~1974 年股市大幅下跌过程，成长股下跌幅度要远大于价值股。1976 年底股指的高点是价值股的上涨形成的，体现出成长股赚钱效应破灭后，市场投资风格取向发生了变化，价值股受宠。1972 年的“成长股”推动股指高点与 1976 年的“价值股”推动的股指高点，两个高点间隔周期达 4 年之久。1981 年上半年的股指高点仍然是成长股的冲高造成的，与 1976 年的高点再次间隔 4 年左右。1982 年 8 月，美国股市大牛市开始，价值股一路领先于成长股到 1989 年上半年，长达 7 年之久，然后成长股开始发力，从 1989 年下半年迅猛上涨到 1991 年底，持续两年半时间，此后价值股再度领涨两年，1994 年初成长股开始发力，一路狂飙至 2000 年。

重点：在股市低迷阶段，价值股较成长股抗跌，在股市上涨的前半段，价值股往往表现优于成长股，随着股市的上涨，投资者情绪开始日趋乐观，股市上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的后半段，成长股表现越来越好，最终形成股市的顶点。但高点并不都是由成长股加速上涨形成的，在股市的长周期震荡阶段，价值股冲高同样会形成股市高点，两种风格有轮换表现的倾向。

另外，有关统计资料还发现了一个奇怪的日历现象，每年的一月，价值股（无论大盘小盘）上涨幅度都远大于成长股，小盘股（无论是价值股还是成长股）上涨幅度远大于大盘股。这可能是因为一月作为一年新的开始，投资者开始寻找新的潜力股和调整一年来的投资思路，而所谓价值股，其实大多都是因为处于发展前景不被人看好的行业，投资思路的调整对其价值重估十分有利；同时，年初对未来经济前景的展望也使小公司的成长潜力得到更多的挖掘。

经济转型时期，与经济稳定增长时期不同，价值股领跌，成长股反而先行企稳并反弹，中国也出现了同样现象（见图 6-4、图 6-5）。

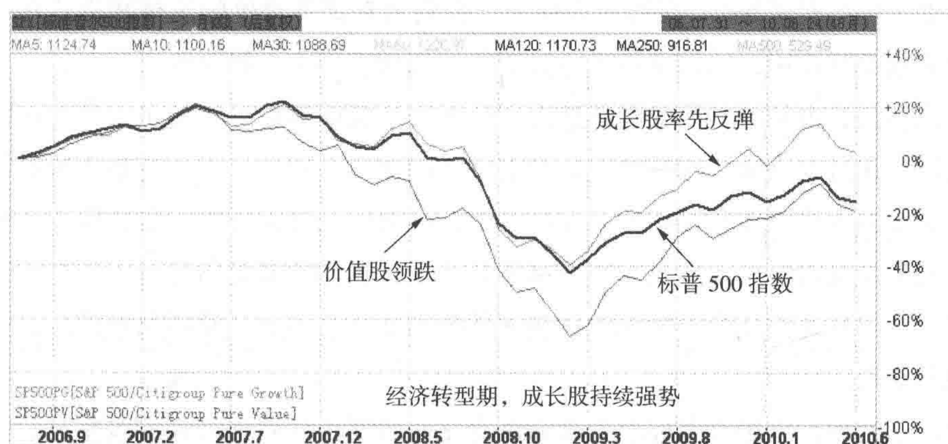


图 6-4 标准普尔 500 指数

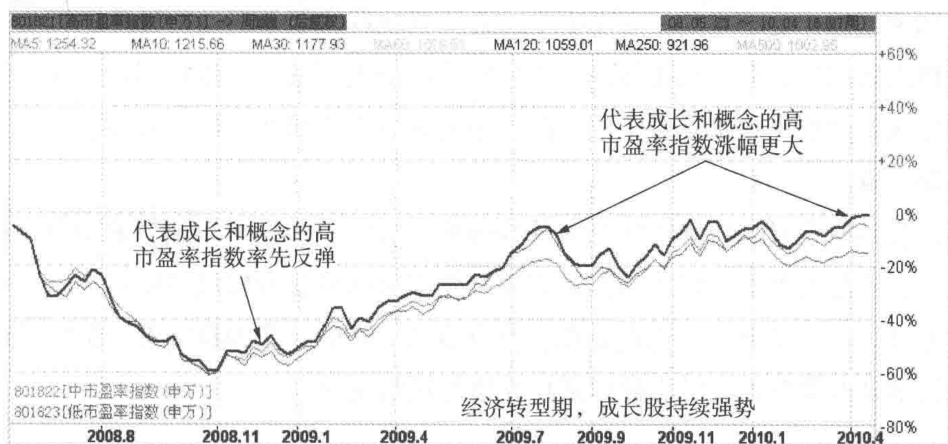


图 6-5 高市盈率指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）投资理念周期性循环

历史经验表明，在经历过度热情追高成长型股票导致最终幻想破灭之后，必然又会走回到稳健的价值型投资的老路上，循环往复、周而复始，投资理念的变化呈现周期性的循环规律。

同时，历史经验显示，能够在较长时期内主导股市主旋律的概念，需要具备三个条件：①概念股是前期主流成长型投资的必然产物和升华；②有令人振奋的概念；③有令人信服的增长纪录。

追溯美国股票市场近50年投资理念演变的历史，大致按以下线索展开，其中又蕴含着某种周期性的循环规律：电子、半导体股（20世纪60年代）——绩优蓝筹股（20世纪70年代）——生物工程股（20世纪80年代）——亚洲四小龙（高成长的区域）、网络股（20世纪90年代）——传统行业绩优蓝筹股（目前仍处于回归过渡期）。在每一周期中，投资者对证券评价的风格和方式在证券定价中起关键作用，从而奠定了该时期的主流投资理念。概念股兴起时期，以内在价值型投资为基础的稳股基础理论屈从于空中楼阁理论，借助于投资大众的从众化情绪和过度反应，将憧憬美好的空中楼阁演绎得登峰造极。在概念股崩溃之后，受伤的弱势群体和投资大众追求安全，稳健的观念又深入人心，以内在价值作为股票投资价值的心理底线牢不可破，从而矫枉过正地走向另一个极端，回到有看得见的收益增长和分配现金红利的传统产业，直到下一轮周期新的振奋人心的概念出现。

我们发现，市场投资理念的周期性变化同股票市场筹码结构的调整过程有惊人的一致，只有当被低估的市场筹码，在经过成长型股票热的高峰之后，逐步被调整到更积极、更坚定的投资者手中，且一旦这种市场筹码结构转换的调整完成或时机成熟之后，新一轮市场热点或周期的启动就不远了。这种周期性在任何国家和地区的股票市场都是合乎逻辑的，因为它与股市博弈游戏的利益矛盾或盈亏结构相一致。

社会学家说过，任何一次巨大的社会变革后，那些上了年纪最适应原来社会的人，大都是失败者，因为他们适应新社会新事物的能力较之可塑性很强的年轻人要差许多。人如此，企业也如此，投资也是一样的。作为投资者，最宝贵的品质是能够及时调整自己的思路以适应投资环境的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、中国股市风格转换样本简要分析（2000 至 2016 年 7 月）

（一）大盘股和小盘股

2000 年初至 2016 年 7 月底，大盘股指数上涨了 159%，中盘股上涨了 287%，小盘股上涨了 445%，小盘股大幅跑赢大盘股。但是，小盘股并不是一路领先，在股市涨跌的不同阶段，大盘股和小盘股表现出了不同的投资收益（见图 6-6~图 6-9）。

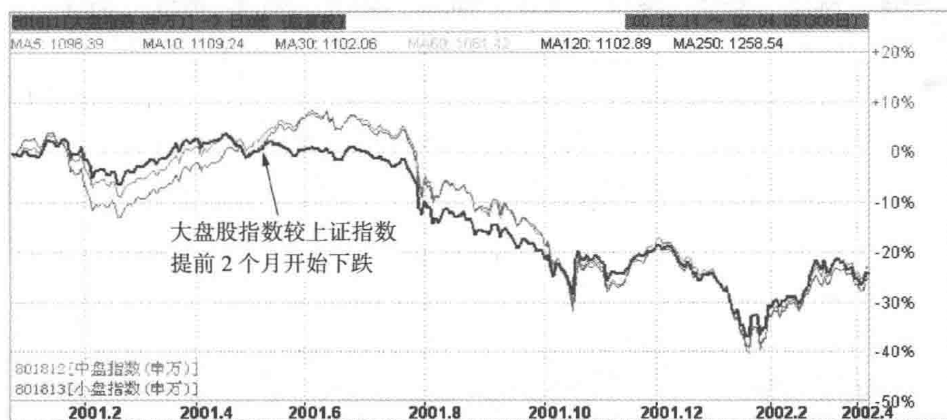


图 6-6 大盘指数（一）

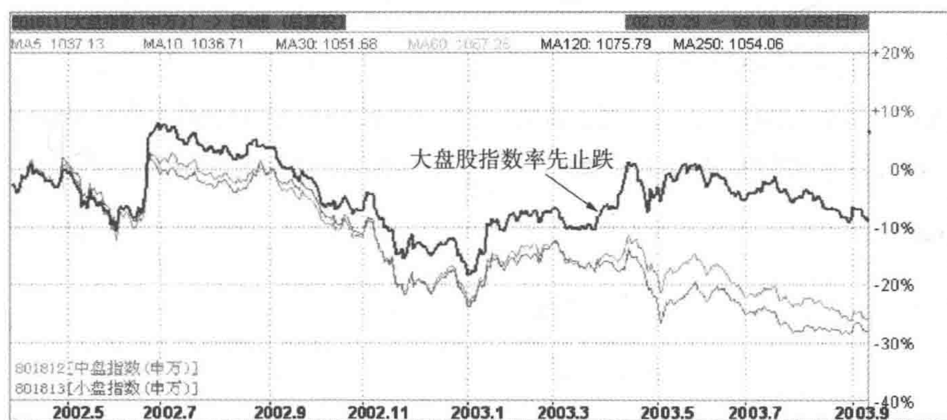


图 6-7 大盘指数（二）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

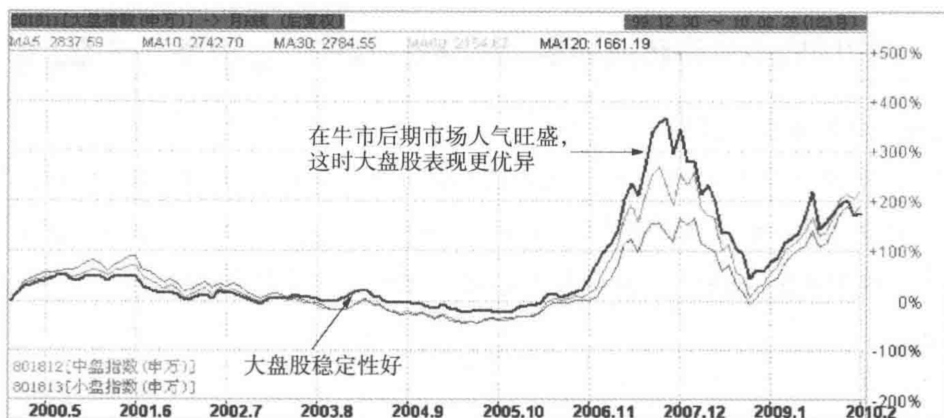


图 6–8 大盘指数（三）

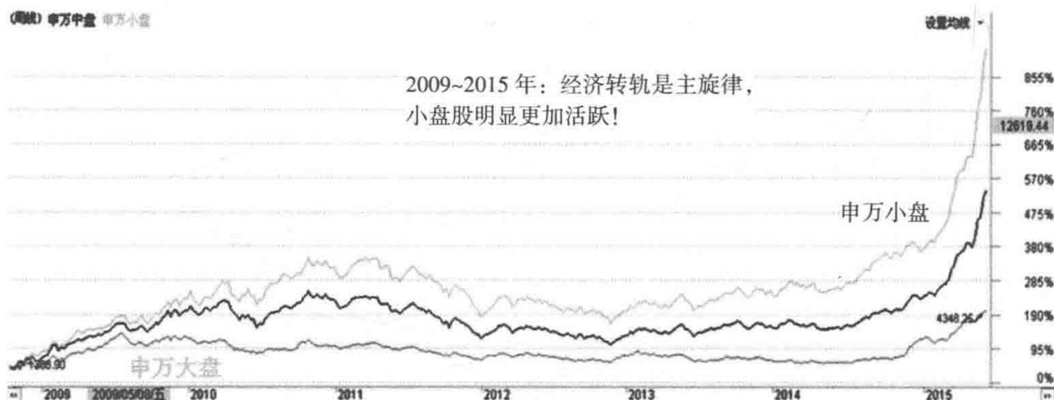


图 6–9 申万中盘

（二）价值股和成长股

2000 年初至 2016 年 7 月底，高市盈率（成长股）上涨 36%，中市盈率指数上涨 234%，低市盈率指数上涨 469%（见图 6–10）。这与美国股市价值股好于成

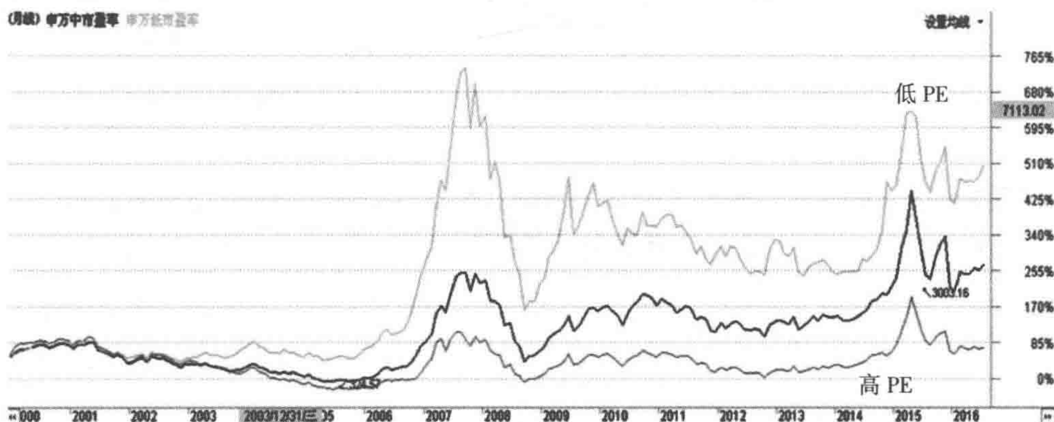


图 6–10 申万市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长股的规律一致，但低PE所代表的价值股与高PE所代表的成长股的收益率差距似乎显得过于巨大。这可能是因为，中国作为发展中国家，上市公司规模普遍偏小，因此，收益率的差距也更接近于美国小盘价值股和小盘成长股的收益差距。

进一步，对2002~2007年5年期间（3年半下跌+两年半上涨）股市涨跌过程中各种风格轮换进行研究：

2001年6月至2005年6月，上证A股指数从2245.43点下跌到998.23点（跌幅53.47%，958个交易日，445阳+513阴）。

2001年6月14日（2245.43）

▽下跌到2001年10月22日（1514.86）跌幅32.19%，88个交易日，32阳+56阴。

背景：2001年6月13日，国务院发布《减持国有股筹集社会保障资金管理办法》，股市开始下跌。2001年7月26日国有股减持在新股发行中正式开始时，股市暴跌，所有板块全部大幅下跌。

△2001年10月22日（1514.86）上涨到2001年12月5日（1776.02）涨幅10.99%，33个交易日，19阳+14阴。

背景：2001年10月22日晚9时，中央电视台宣布，国有股减持办法暂停。

▽下跌到2002年1月29日（1339.20）跌幅21.30%，37个交易日，15阳+22阴。

背景：银行清查违规资金；2001年上市公司年度利润大滑坡，绝大部分行业净利润同比负增长。

△2002年1月29日（1339.20）上涨到2002年6月25日（1748.89）涨幅25.53%，91个交易日，46阳+45阴。

背景：业绩利空释放，2002年2月20日：降息至1.98%，2002年3月初两会行情，2002年6月23日，国务院决定停止通过国内证券市场减持国有股的政策。

▽下跌到2003年1月6日（1311.68）跌幅21.83%，133个交易日，64阳+69阴。

背景：2002年中报上市公司整体净利润同比下降2成。

△2003年1月6日（1311.68）上涨到2003年4月16日（1649.60）涨幅21.70%，66个交易日，36阳+30阴。

▽下跌到2003年11月13日（1307.40）跌幅19.12%，140个交易日，60

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阳+80 阴。

背景：中间有双鹤药业、海螺水泥、山东黄金、宝钢、沈阳机床等上涨幅度较大，国庆节后钢铁、水泥、汽车等逐渐有所起色。香港恒生指数从 2003 年 4 月底开始大幅上涨。

△ 2003 年 11 月 13 日（1307.40）上涨到 2004 年 4 月 7 日（1783.01）涨幅 34.66%，96 个交易日 54 阳+42 阴。

背景：世界经济复苏，外围股市步入牛市，专业机构一致看好后市。

▽ 下跌到 2005 年 6 月 6 日（998.23）跌幅 41.81%，281 个交易日，121 阳+160 阴。

背景：2004 年 10 月中国进入加息周期（2004 年 10 月 28 日突然宣布加息），而 2002 年 2 月 21 日至 2004 年 10 月 29 日为 1.98%（存款定期 1 年的）。

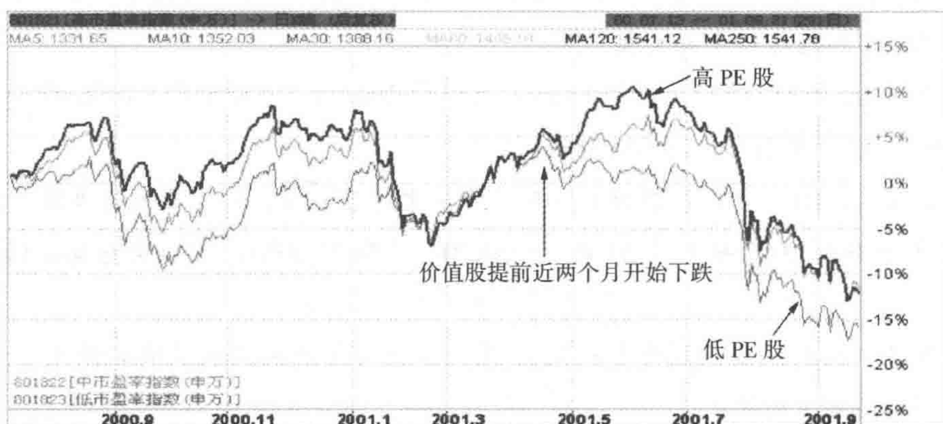


图 6-11 高市盈率指数（一）

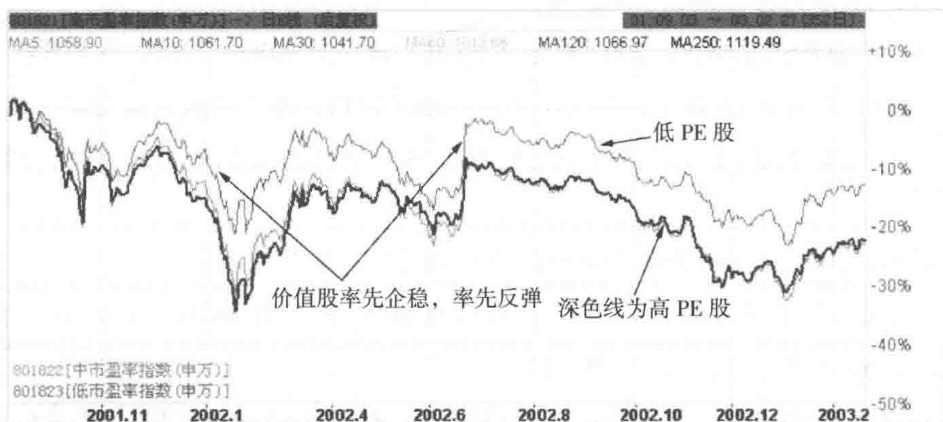


图 6-12 高市盈率指数（二）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年 1 月 29 日至 2002 年 6 月 25 日股市迎来大幅下跌后第一次像样地反弹，期间高市盈率（成长股+概念股）指数上涨 35.80%，低市盈率股（价值股）指数上涨 23.08%。反映了 2001 年上半年股市高峰阶段炒作成长股和概念股的投资理念及运作资金在半年后股市反弹中的延续（见图 6–13）。

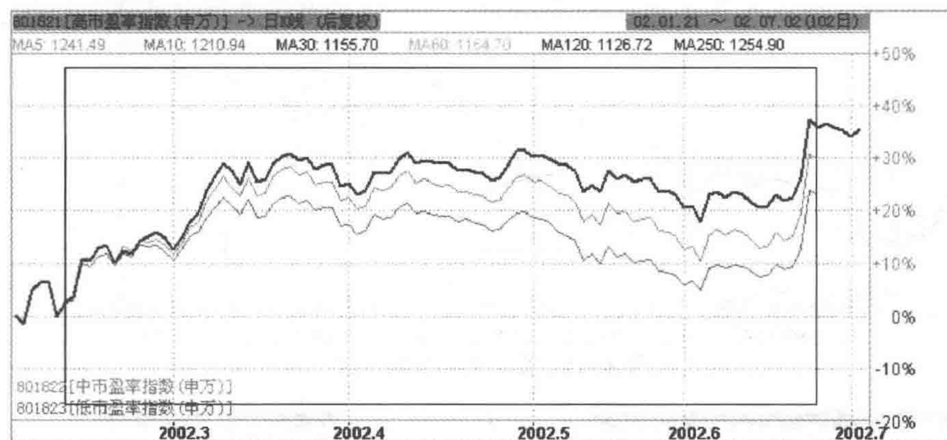


图 6–13 高市盈率指数（三）

2003 年 1 月 6 日至 2003 年 4 月 16 日熊市反弹行情，成长股和价值股同时启动，但在高位盘整两个多月后，价值股向上突飞猛进，而成长和概念股涨势乏力。整个反弹行情，代表成长股和概念股的高 PE 指数仅仅上涨 9.56%，价值股上涨了 25.93%（见图 6–14）。

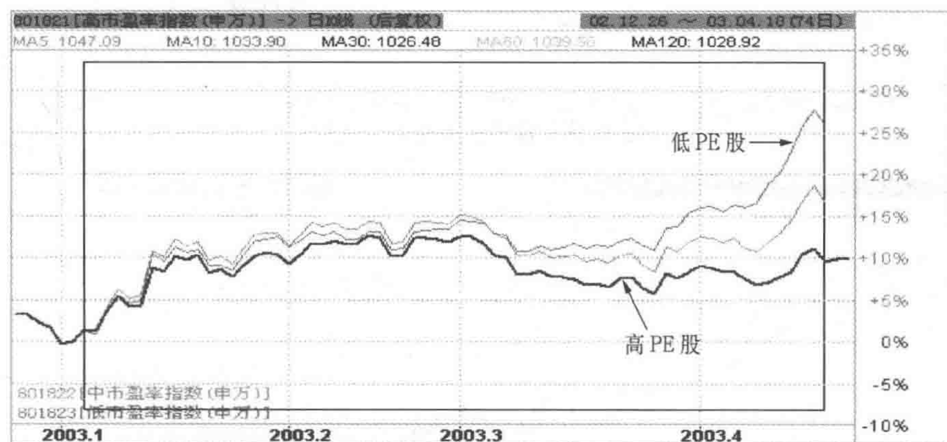


图 6–14 高市盈率指数（四）

在 2003 年 11 月 13 日至 2004 年 4 月 7 日熊市最大一波反弹行情中，以高市盈率为特征的成长股和概念股上涨了 27.01%，以低市盈率为特征的价值股上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了 34.86%（见图 6-15~图 6-17）。但本次反弹成长股和价值股轮番上涨，整体涨幅差距不大。

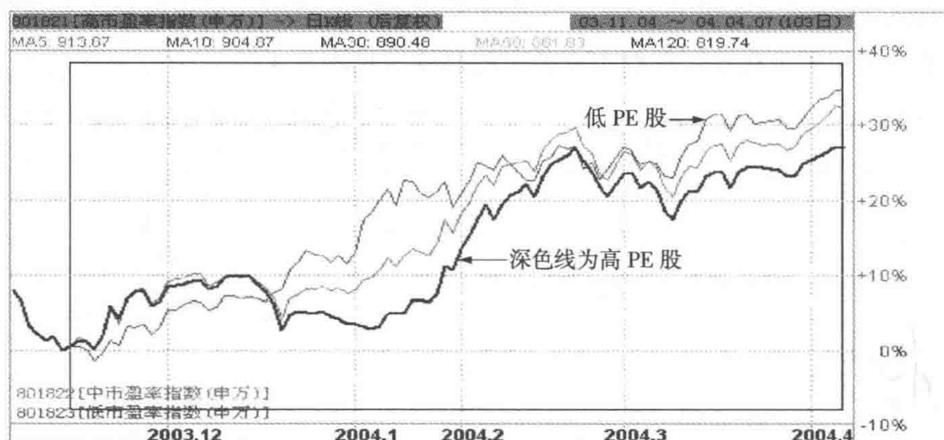


图 6-15　高市盈率指数（五）

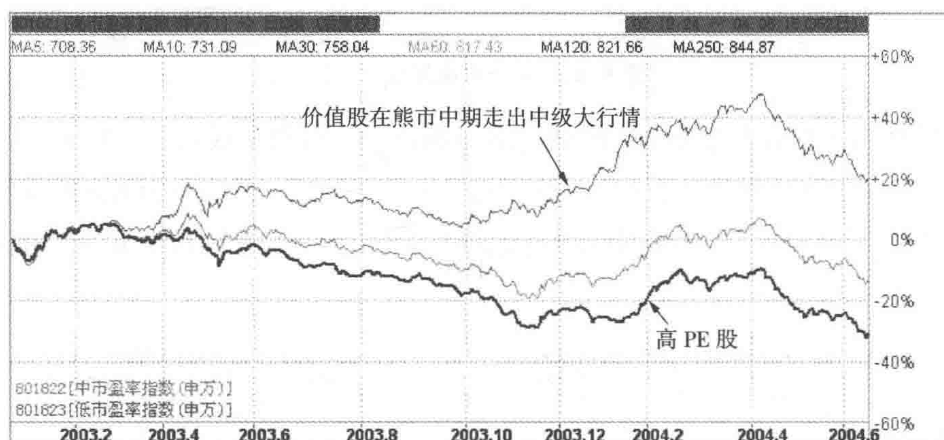


图 6-16　高市盈率指数（六）

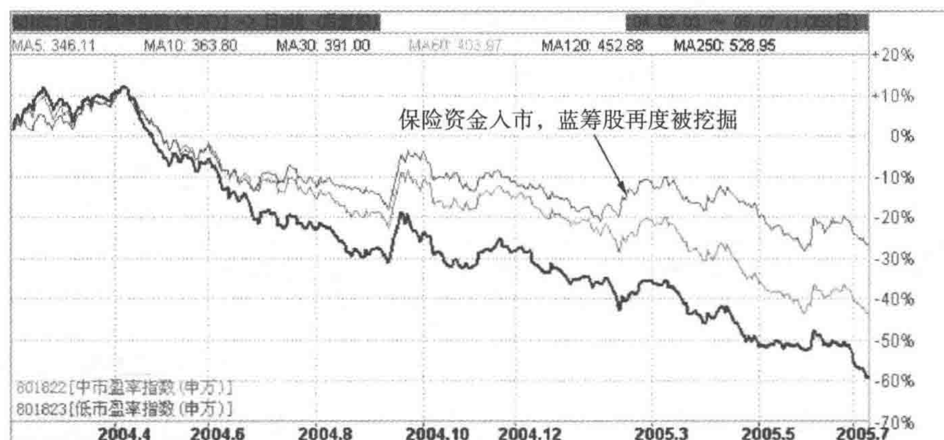


图 6-17　高市盈率指数（七）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论一：熊市行情中，以价值股反弹为主。

原因推测：价值股以低 PE 和低 PB 为特征，在财富存在形式的分配中易于和其他大类资产相对比，因此其投资价值最为确定，而成长股和概念股的上涨需要乐观情绪做支撑，因此，在整体悲观气氛中，价值股的投资机会更为突出。

根据不同风格股票表现上的差异，我们把 2005 年 6 月 6 日至 2007 年 10 月 16 日的大牛市行情分为三段：

2005 年 6 月 6 日至 2006 年 12 月 31 日，价值股行情：386 个交易日，约 1 年半时间，价值股指数（申万风格）上涨 166.34%，而代表成长和概念股的高市盈率指数仅上涨 61.57%，居中的中市盈率指数上涨了 134.52%（见图 6-18）。



图 6-18 高市盈率指数（八）

2007 年 1 月 1 日至 2007 年 5 月 29 日，高市盈率股（成长股+概念股）行情：代表成长股和概念股的高市盈率指数上涨了 196.01%，而同期代表价值股的低市盈率股指数上涨了 114.15%，居中的中市盈率指数上涨了 123.58%（见图 6-19）。

2007 年 5 月 30 日至 2007 年 10 月 16 日，价值股（大盘股）行情：代表（成长股+概念股）的高市盈率指数下跌了 8.65%，低市盈率指数上涨 52%，居中的中市盈率指数上涨了 23.82%（见图 6-20）。

（三）股市走势和当时经济金融形势分析

2002 年 1 月 29 日至 2002 年 6 月 25 日的反弹行情主要因素：①2002 年 1 月 28 日，中国证监会公布国有股减持方案阶段性成果；②2002 年 2 月 21 日，央行再度降息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



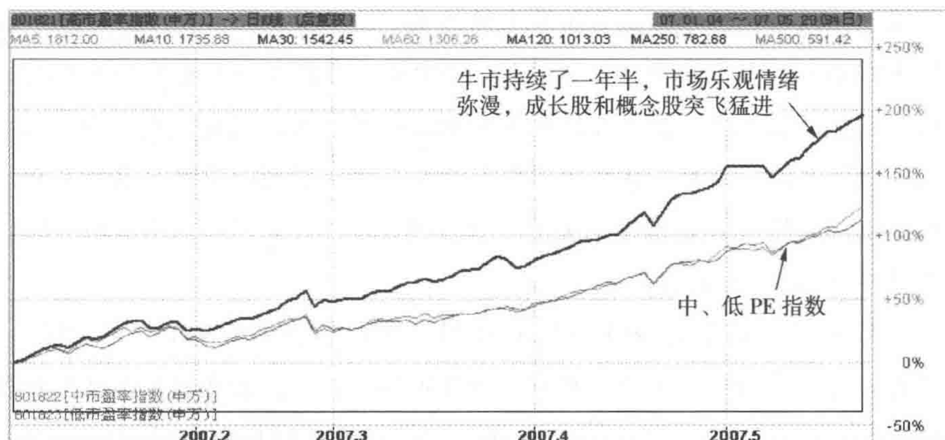


图 6-19　高市盈率指数（九）



图 6-20　高市盈率指数（十）

分析：1994~2001 年中国股市的 7 年大牛市，背后的重要驱动力源于利率的持续下调，而 2001 年 6 月开始的股市下跌，主要导火线是国有股减持。本次两个利好信息：一个是 7 年牛市主要驱动力的延续，另一个是牛市下跌原因的修复，新进场的资金还是过去的利率和政策敏感性资金，这决定了本次反弹将是 2001 年 6 月股市下跌前原有股市投资逻辑的延续。因此，本次反弹行情中高市盈率（成长股 + 概念股）指数上涨幅度最大。

2003 年 1 月 6 日至 2003 年 4 月 16 日熊市反弹行情：2003 年初的行情启动并没有明显的政策面信息配合，但宏观经济在 2002 年 GDP 恢复高速增长的背景下，出现了非常明显的行业分化现象，汽车、钢铁、能源、石化、港口、金融等行业持续走强，上市公司利润大幅上升。行情的主要驱动力来自强势行业利润高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长，行情的主要推动资金为证券投资资金，资金流向表现为价值投资理念倡导者的证券投资基金向“五朵金花”行业集中，基金抱团取暖，股市出现“二八”现象。因此，市场出现了明显的价值股和成长股的分化走势。

2003 年 11 月 13 日至 2004 年 4 月 7 日熊市反弹行情：在外围股市普遍强势上涨以及中国 GDP 增长强劲的背景下，基于对 2004 年股市行情的美好预期，各路资金加速进场，各类社会游资成为这轮反弹的主要推动者。股市表现为科技股、重组股甚至绩差股、老庄股、超跌股与价值股轮番上涨的局面。

2005 年 6 月 6 日至 2006 年 12 月 31 日的大牛市第一阶段：主要驱动资金为证券基金（2006 年被称为基金年）、保险资金、社保基金、QFII 为代表的机构资金和国际热钱。低位启动，以价值挖掘为主，低市盈率代表的价值股涨幅遥遥领先。

2007 年 1 月 1 日至 2007 年 5 月 29 日的大牛市第二阶段：主要驱动资金为储蓄搬家。大牛市行情进入中间阶段，市场情绪极度乐观，高市盈率指数所代表的成长和概念股票快速上涨，短短 5 个月，上涨近两倍。

2007 年 5 月 30 日至 2007 年 10 月 16 日的大牛市第三阶段：主要驱动资金为基金发行猛增。大盘价值股上涨。

重点：新入市资金的来源及其风险收益偏好决定股市热点。

第四节　实战中的投资时机把握

一、市场信息传播

股价的上涨是从“利好”不容易说清楚→能够说清楚→人人都能够轻易说清楚；股价的下跌是从“利空”不容易说清楚→能够说清楚→人人都能够轻易说清楚。

（一）投资时机成立的条件

当我们提到某种投资机会时，很难说清楚，但当我们努力把投资机会简化到 30 个字左右时，说出去很容易被人理解，而且越来越容易被人所接受。这意味着一个较好的投资时机。原因：只有简化归核的东西才能引致行动，不能简化的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复杂东西，不仅不容易引致共鸣，而且不容易传播。归核之后，其他投资者也容易认同和接受，市场启动就不远了。

（二）等到市场中所有的投资者都能用一句话清楚表达投资机会时，股价接近顶部

“利空”（或利好）用一两句话就非常有说服力了，而硬币的另一面“利好”（或利空）要详细解释才能说得清楚。这种情况反映了“利空”已经在市场上广为传播和接受，已经被行情走势所消化。而反面的“利好”需要详细解释才能说得清楚，既然能说清楚，说明其方向性是正确的，需要详细解释，说明其专业性较强，其支持方尚停留在先知先觉的投资者。由于尚不能清楚地简化归核或者尚没有被清楚地简化归核，所以尚不能广泛地被市场传播和接受，因此，反转的时机还没有到，但股价已接近顶部。

（三）市场信息传播——卖出

当条件 2 的情况来到后，虽然股价已经接近顶部（注意：凡是基于群体博弈的顶部一般来说都是指的中短期阶段性顶部，一只股票的大顶取决于基本面将面临难以扭转的长期恶化），但卖出时机的选择依然会有赌博的味道，因为市场很少有估值完全合理的时候，涨也往往涨到没人敢相信的程度，对极限位置的判断要靠经验和感觉，没有人能每次都找准极限位置。

在卖出时机的选择上，日本民间股神是川银藏的“饭吃八分饱”理论是最经典和务实的战法：是川银藏是日本股票大师，纵横股市 60 年，创造了无数的奇迹。仅靠投资股市，他在 1982 年日本个人所得排行榜中名列第一，1983 年名列第二。他提出了著名的“饭吃八分饱”理论，简单说就是不追求卖到最高点，在自己预计高点的 80%的价位全部卖出。

图 6-21 为信息传播链理论示意。

给大家一个案例，有助于理解上述内容：

星巴克 2006 年：最顽固空头翻多成就股价中期顶部。

晨星公司有关星巴克的怀疑始终伴随着星巴克股价的上涨，直到 2005 年底终于翻多！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

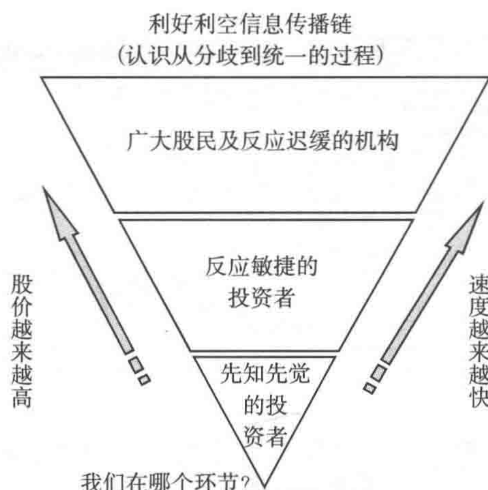


图 6-21 信息传播链理论

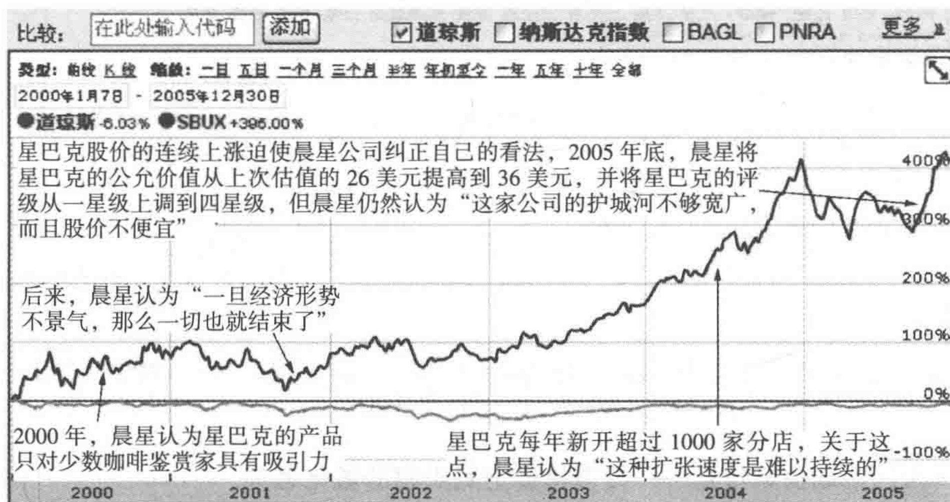


图 6-22 星巴克（一）



图 6-23 星巴克（二）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

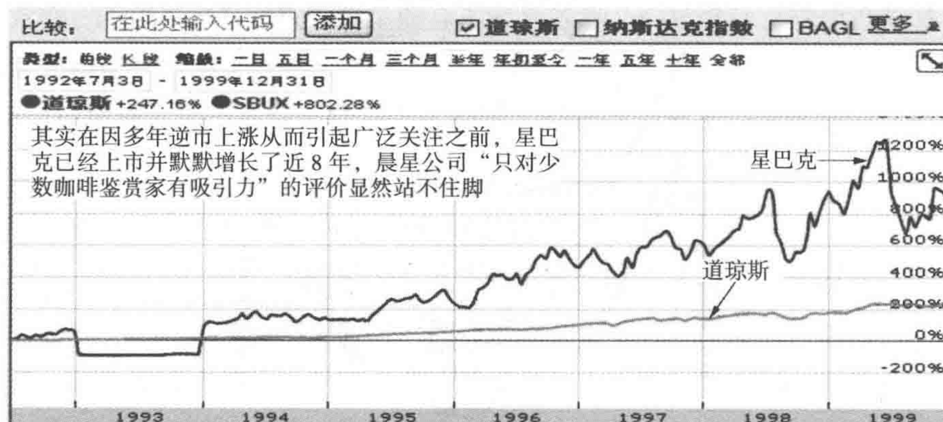


图 6–24 星巴克（三）

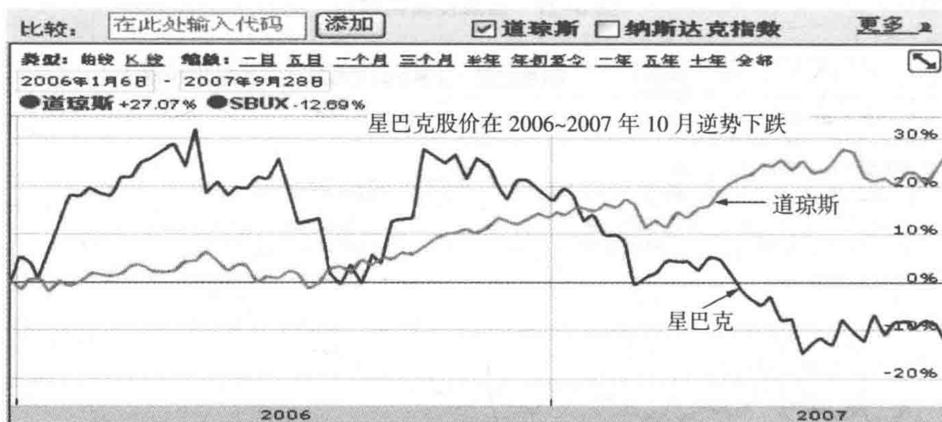


图 6–25 星巴克（四）

（四）市场信息传播——投资机会上涨周期的量化思考

如图 6–26 所示，股价上涨的过程就是看多的人群增加的过程，股价下跌的过程则反之。



图 6–26 看多与看空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看多人群与看空人群的相互转化，主要通过三种渠道：第一种是信息的进一步获取；第二种是对已有信息的深入理解；第三种是投资理念的转变。

把图 6–26 作为一个研究课题深入研究，就能发现很多非常有价值的规律。

例如：一只股票看多的人少，那么争取空间就大，股价涨幅或上涨周期就长；一只股票相关信息获取的难度越大，信息传播的速度越慢，它的股价上涨周期就越长；新信息对上市公司利润及利润增长性有正面或负面的影响，影响程度有多大？理解过程越是复杂，难度越大，对专业知识及投资经验的要求越高，专业人士意见分歧越大，那么股价上涨或者下跌的周期就越长；投资理念通常在较长的时间内保持不变，如果一波行情起因于投资理念的变换，通常是一波持续时间较长的大周期行情；等等。

（五）从认知到行动

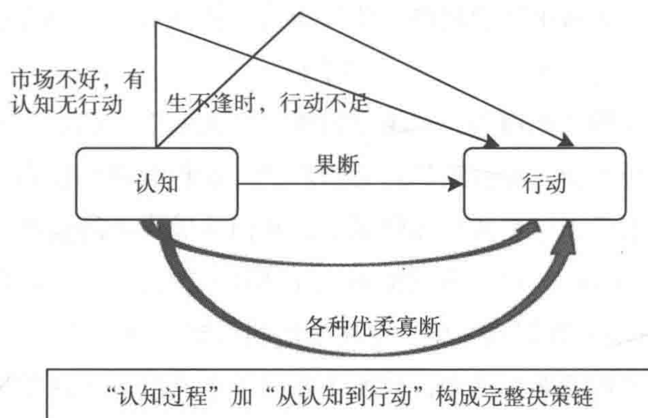


图 6–27　从认知到行动

（六）市场信息传播——实施沟通式调研

美国知名的私募人士克拉默曾创造了一个信息获取方式，用来做短线，效果非常好，那就是沟通式调研。对于所关注的股票，可以与公司董秘、证券部人员、证券公司调研人员以及其他证券公司的一线经纪人，利用电话、网络等方式保持密切联系和沟通，争取成为信息交换的枢纽。

经典投资理论告诉我们，股价的长期走势取决于上市公司经营状况、国家通货膨胀状况、金融资产配置比例的长期变化趋势，大盘的短期走势取决于资金股票供求关系，个股的中短期走势取决于利多利空信息的传播趋势。

如果能通过一定的方式积极地、便利地与各方人士保持信息沟通，就使我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不仅能够获取上市公司的利多利空信息，而且能在一定程度上掌握到利多利空信息的传播状况，这会使我们对个股短期走势把握的准确性大幅提高。

二、跟踪研究对把握投资时机的重要性

（一）投资心理—思维盲区—过去

小时候听过这样一则寓言故事：一只小猴子在下山途中，摘到了一个大西瓜，后来看到了玉米，丢了西瓜去掰玉米，接着又发现一粒芝麻，扔了玉米又去拣芝麻。

在股市上，很多投资者都发现自己不断地在做着与小猴子相同的事情。其实不仅是个人投资者，就是很多专业投资机构也往往发生这样的事情。

为什么会出现这种情况？小猴子为什么丢了西瓜去掰玉米，又为什么丢了玉米去拣芝麻？因为在掰玉米的时候，他认为玉米比西瓜大，在拣芝麻的时候他认为芝麻比玉米大。

这实际上是一种思维偏差。在决策思维中，人们下意识地、不自觉地把近期所关注到的事以及近期所接触到的相关因素的影响程度看得过高，而之前所关注到的事和相关因素由于记忆淡忘而轻视了，从而造成决策的偏差。这种现象也称为近期偏好（Recency Bias），近期偏好这个术语在《海龟交易法则》一书中的定义为："更重视近期的数据或经验，忽视早期的数据或经验。"

大多数投资者在股票投资中，就像小猴子捡了芝麻丢了西瓜之类的事情日复一日不断地发生着，而且这个问题极具顽固性，即使意识到了，除非使用系统科学的投资决策体系，否则很难避免。

（二）抓住重点，反复回顾

在这方面，毛泽东的军事思想很值得我们借鉴，他说，要"纵观全局，把握重点，反复玩味"。

1. 抓住重点，简化归核

投资分析是一项复杂的工作，一定要学会纵观全局、抓住重点。抓住重点后逻辑会更清晰，就会更自信、更坚定。

为什么投资领域的高手对一家公司的投资收益往往能够超过该家公司的经营者，因为经营者要接触大量经营细节，而投资高手只要将决定公司成功的关键要素牢牢抓住并盯紧就可以。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实大量福布斯富豪的成功都可以用一句话概括，甲骨文的成功来自于拉里埃·里森偏执的工作激情和好运气（中国战略的正确），CK的成功来自于创始人时尚的天赋和对品牌形象的严格控制，微软的成功在于占据了大系统产品的核心，世界钢铁大王米塔尔的成功在于通过不断的收购将优秀的管理能力不断复制。看到问题的核心后，我们就容易把握住关键，只要关键因素没有变化，企业的发展就将继续。

从中国股市的成功案例看，很多牛股的产生其实原因都很简单：例如大商股份和王府井是商业连锁积极扩张遇到行业景气，而宏达股份是在向上游资源积极转型之中遇到资源股大牛市。

2. 记录清楚，跟踪研究

变化总是比预想的要慢，很多投资机会在初步显露苗头之后，要经过几年才真正形成股价的大幅上涨。更艰难的是，从显露苗头到形成实质性股价上涨之间的过程往往是无声无息的。例如：2004年国家开始整顿血液制品市场，华兰生物股价持续下跌到2005年6月后才逐步攀升，2006年开始股价暴涨。星湖科技2000年掌握了呈味核苷酸生产技术，但公司股价到2008年才开始大幅上涨。这要求我们对可能出现的投资机会能够坚持做到“记录清楚，跟踪研究”。

三、群体思维

基本面研究驱动型投资最大的问题是你所研究的结果不被市场认同，或者中短期内不被市场认同，这种情况下就只能忍受漫长的煎熬，如果是几十亿上百亿元的资金量可以小仓位接受这个等待，对于中小资金，一定要尽量避免这种情况。

要避免这种情况，在以利润为研究核心之外，需要我们关注股市群体思维。

（一）群体思维使市场对利多利空因素反应缓慢，给我们以获取超额利润的可乘之机

1968年，“拉坦”和“达利”两位科学家做了一项实验，他们叫被测试者坐在一个房间里填空回答问题，在这个过程中，他们通过排气管道往里面输送烟雾。如果被测试者仅仅是一个人，他很快就有了反应，这很正常。但是如果测试者是许多人，就要花很长时间才有人提出“有烟雾”这个问题。对这个现象的解释是，如果可行的话，人们倾向于用他人的判断作为自己的判断基础。实际上人们喜欢附和别人的意见，而不是形成自己的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券市场是群体思维的典型案例，在股票市场上经常发生着类似的事情，投资者在购入股票时，总喜欢先听听别人的意见，或者先观察别人的举动，在大家相互观察的过程中，时间就被耽搁了，市场整体表现为反应迟缓，这给了有主见的投资者以充分的可乘之机。

（二）群体思维存在于股市的市场逻辑和市场认识之中

投资逻辑就是证券投资者按照一定顺序，通过证据、规律和常识形成判断，从而推理出投资选择结果的思维过程。

理念是体现投资者投资个性特征并促使投资者正常开展分析、评判、决策以指导投资行为，反映投资者投资目的和意愿的价值观。它由投资者的心理、哲学、动机以及技术层面所构成。

投资理念是一种抽象而又高度概括的东西。它不是思想过程和方法，而是全部思想的总纲和根本原则。理念是不可能一次形成的，它靠的是累积。

投资理念是投资主体摆脱投资行为的盲目性而建立的、经实践检验是成功的投资“原则”和“总方法”。通俗地说，是通过对规律的了解，从而在概率的基础上认为，通过风险和利润的比较，值得你一搏。

个体投资者的投资决策流程为：对股市的总体认知→产生投资理念→产生交易策略→结合投资逻辑和认识（宏观、主题、行业、个股）→产生交易。

1. 市场逻辑

所谓股市“市场逻辑”，究其本质，是由资本市场固有的“交易预期、配置资源”功能所决定。它是市场定价体系、主流投资与投机理念、资金运作流向、信息作用方式等方面市场内部关系的总和。长远看，其由有关股市的全部制度安排所框定，日常存续中也具有开放性，一旦形成，又作为相对独立和滞后的事物存在。

最为关键的是，股市的市场逻辑是在股市中关于投资逻辑和投资理念所形成的一种群体思维，具有较强的独立性和滞后性。在外部环境已经变化的情况下，这种滞后可以是 3 个月，也可以是 3 年、5 年。

2. 市场认识

认识（宏观、主题、行业、个股）有“正确的认识”和“偏见”之分，无论是“正确的认识”还是“偏见”，如果是形成市场的一致看法，成为了群体认识，就称为市场认识。由偏见形成的市场认识称为群体偏见。同市场逻辑一样，市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认识也具有独立性和滞后性。

我们知道，股价＝PE×业绩，其中业绩是确定性的数据，市场群体思维的滞后性所带来的投资机会主要表现在对估值水平（PE）的判断上。

（三）勤于总结市场主流逻辑

市场逻辑和市场认识作为群体思维存在“酝酿→形成→强化→高潮→打破”的过程，勤于总结和研究股市主流市场逻辑的发展变化能够避免长线价值投资中孤守寒宫的窘境，可大幅提高投资业绩。

如何寻找市场投资逻辑？可以从三个方面着手：①近1周、2周、1月、3月、1年涨幅靠前的个股、行业、概念，理解其中所内含的投资逻辑；②主流券商投资策略报告、股评荐股所体现出来的投资逻辑；③最新的深刻留在投资者头脑中的股市中最赚钱的前几个股票案例，资本市场中给人印象最深刻的几件事，经济领域中最大的几件事，社会文化、政治、法律等领域中最重要的几件事。

如何分析市场主流市场逻辑？举个小例子：2009年上半年，“复苏”是市场处于强化和高潮期的主流市场逻辑，“调结构”和“防通胀”的市场逻辑时有券商的策略研究报告提起，处在酝酿和形成阶段。2010年，随着“复苏”主线达到高潮，周期性行业进入调整，“调结构”的代表“战略新兴行业”以及通胀概念风起云涌。各种市场逻辑的此起彼伏，组成了市场的起起落落。

研究市场中的群体思维，就是要尽力去找出哪种逻辑将会席卷证券市场，从而使得相关公司的股价大大超出其正常的期待值，并且要在它们仍受到证券市场中太多审查和怀疑前尽早确定并跟踪这种逻辑及认识，这是至关重要的，因为那正是股票价格变动的最大时期。

为了便于分析证券市场中一种群体思维“酝酿→形成→强化→高潮→打破”的发展过程，我们可以借鉴时尚界潮流研究的分析框架，因为不仅仅是社会生活中存在“潮流创造者—潮流缔造者—潮流追随者—早期、中期、晚期主流文化者—保守主义者”的人群界定，在证券市场中同样存在着各种各样性格及行事风格的投资机构和投资个人，通过沟通和观察各类投资者对“群体思维”的理解和接受的状况，有助于我们判断各种市场逻辑或市场认识进一步发展的趋势潜力和空间（见图6-28）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

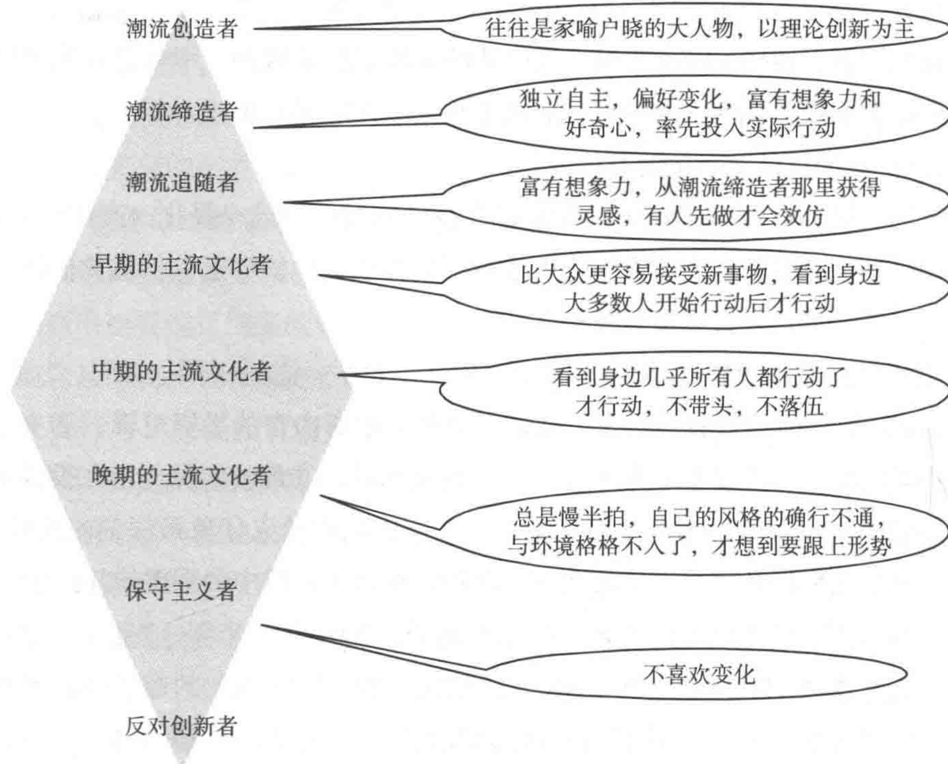


图 6–28　时尚趋势菱形剖面图（提供趋势分析框架）

（四）热点转换与投资逻辑

股市中的热点转换其实就是投资逻辑的一种转移，市场是群体性行为，投资逻辑难以突变，有规律可循。

除非股市崩盘造成市场注意力转向原主流投资逻辑的对立面，否则股市热点的转移一定是平滑移动，能够胜出的新主流投资逻辑需要具备与原主流投资逻辑最大的相似度。当然，基于最大相似度的投资逻辑可以向多个方面蔓延和发展。

图 6–29 说明了一种投资逻辑和投资热点形成的演绎路线图。

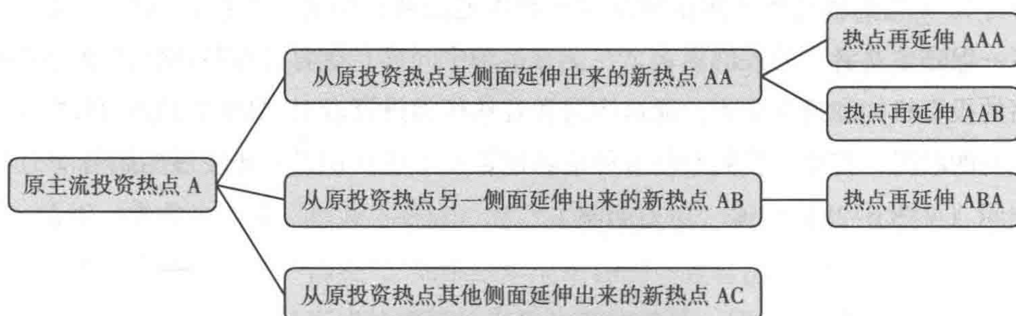


图 6–29　投资逻辑和投资热点形成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当原主流投资热点 A 发展到高潮程度后，股市将依据投资逻辑及原投资热点其他投资特征进行投资思维延伸，假设延伸出新热点 AA、AB、AC，这三个新热点将以自身的投资特征接受市场的检验，如果 AA 更符合市场需求，则 AA 发展成为新的市场主流投资热点或主流投资逻辑，AB、AC 等在运行一段时间后会自行趋弱。当新投资热点和投资逻辑 AA 运行到高潮后，市场将再次进行投资思维延伸，以此类推，直到本次市场行情结束。

（五）树立关注群体思维的投资态度——尊重市场

对于价值投资者来说，买入被严重低估的价值股并长期持有是永远正确的，但人生是短暂的，股市容不得长期不被人理解的阳春白雪，漫长历史中的一个小波折就能超越人的一生。而我们认为，市场大方向、大周期的热点转换和行业轮动属于股市投资者的群体性行为，在这方面，我们建议采取坚决的“跟随策略”而不是“引领策略”，我们的能力不是体现在对市场趋势转折的判断，而是体现在趋势形成后对其持续性的判断上。

总的来说，我们应认真搜集和研究各家卖方和买方的观点，与同行进行尽可能充分的沟通和交流，沟通的重点不是对方的观点，而是对方形成观点的内在逻辑（投资逻辑），对于我们自己的投资逻辑，我们应关注同行的接受程度。

（六）不要高估产业资本积极入市的号召力

在现实投资中，很多人将产业资本对上市股份的回购和增持等入市行为作为股市见底的信号，其实，这是高估了产业资本对资本市场的判断力。

在经济体系中，企业家的定位天生就是一个预测家，企业家最重要的功能是判断未来形势和未来市场，判断生产什么样的东西能够赚钱，判断产品生产出来以后能够卖多少钱，判断为此要付出多大的成本。如果预测未来的价格将大于成本，有利可赚就去做，无利可赚就不去做。在正常情况下，企业家的预测有对有错，如果预测正确了，赚钱成功；否则，预测失误损失惨重。在正常情况下大部分企业家的预测是对的，有一小部分企业家的预测是错的，当然，如果所有的企业家都赚钱了，这本身也不正常。

因此，企业家预测微观方面比较成功，任何理论家、经济学家都没有办法与企业家比。在正常情况下应该生产什么东西？市场心理是什么样的？需求变化的方向是什么？这些微观方面，企业家往往能够把握得比较准。但是，在和资本市场走势相关度最高的宏观方面以及资本市场本身的运行规律，企业家往往是比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弱的，要预测宏观的东西，对他们来说是比较困难的。

导致大部分企业家宏观判断困难的原因是，企业家没有条件也没有经验全面把握宏观经济整体形势，因而对金融政策的未来走向常常判断错误。

举个例子，从 2000 年之后国际上普遍实行了非常宽松的信贷政策，不断向经济中注入货币，利率非常低，2003~2004 年，美联储的利率是 1%，如果利率变低了，企业家面临着什么，原来他们判断不能卖出的房子、不应该建的房子，现在可以卖了、可以建了，宽松的货币政策导致了大量企业家判断失误。发展到一定程度以后，银行又停止信贷扩展，为什么？如果不停止的话，因货币扩张会带来严重的货币通胀，这样会引起货币流通体系的崩溃。美联储停止货币的扩展很快造成了问题，特别是长期的投资，它对利率是非常敏感的，原本在正常利率 6%以上不能做的事，由于人为的 4%低利率，企业家判断可以做并因此去做了，低利率欺骗了企业家，相当一部分企业家因此陷入困境，当他们发现错误出现的时候已经来不及了。

因此，以企业家为代表的产业资本面对宏观经济和金融形势，往往是比较弱势的，2003 年底和 2004 年初的 A 股市场，大量产业资本感觉自己的股价过低而不断增持自家股票，但事实证明，上证综合指数从 2004 年初至 2005 年 6 月又下跌了 40%以上。

（七）群体思维和从众行为

一般来说，群体规模越大，持一致意见或采取一致行为的人越多，则个体受到的压力越大，也就越容易从众。对于群体一般状况的偏离，会面临群体的强大压力甚至是严厉制裁。

研究证明，任何群体都有维持群体一致性的显著倾向和执行机制。

对于同群体保持一致的成员，群体的反应是喜欢、接受和优待。而对于偏离者，群体则倾向于厌恶、拒绝和制裁。因此，任何个体对于群体的偏离都要冒很大的风险。

从众行为的公开程度越高，人们做出的独立行为越少，从众倾向越大；而在匿名情境中，由于降低了群体压力，减弱了个体的被孤立感，因此从众行为呈减少的趋势。

智力高的人，思维敏捷（如专业投资者），对自己的判断比较自信，就不容易发生从众行为；而智力低的个体（如散户投资者），往往自信心较低，容易产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生从众行为。

社会赞誉要求强烈的人，由于特别需要别人的良好评价，所以从众的可能性就比较大；性格懦弱、易受暗示的人也容易表现出从众倾向。

四、实业投资也有投资时机问题

为什么不是有前景的投资都值得我们看好，为什么上市公司的投资项目被证明时机正确之后才值得买入，投资时机在实业领域中也是生死攸关的大事。

案例一：

电动汽车与山东黑豹

2010 年的电动汽车是股市上的大热门，甚至沾上电动汽车边的股票都能一飞冲天。但历史证明，这样有前景的投资项目如果不顾时机而过早投入，也会被冻死在漫漫冬天里。

2001 年 2 月 29 日，863 计划电动汽车重大专项通过了科技部立项论证会，我国有史以来最大的汽车科技专项正式启动。国家为此总体投入资金 24 亿元，三大汽车集团、112 家科研单位参与了研发。首批 74 项课题于 2002 年 1 月开始攻关。

在外部一片大好形势的感染下，包括山东黑豹在内的不少上市公司投巨资参与电动汽车的研制。但是，虽然国家极力扶持，资金也仍在不断投入，但该项目的战略意义远大于商业意义，技术的不成熟使电动汽车项目的盈利前景越发渺茫，家底丰厚的上市公司如青岛澳柯玛、万向集团等只能在默默承受中等待，而像山东黑豹这样主业衰退的上市公司则直接被拖累至退市的边缘。

电动汽车的案例告诉我们，前瞻性投资也能搞垮企业，不能仅看投资项目是否有前景，要考虑路径和过程，在实业投资领域，投资太早太过超前也是很危险的，要做先锋但不要做先驱。而实业领域的投资时机不由政策说了算，不由跨国公司说了算，不由任何专家说了算，是由市场规律说了算的。

案例二：

家电和 PC 的融合如今已经是大势所趋，但是虽然方向正确，过早投入也会带来巨大的损失

PC 与家电融合是一种趋势。当初国内众多家电企业进军 PC 的方向没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



错，只是时机尚未成熟。在1999年互联网络高潮在全球兴起时，微软大力推出的“维纳斯计划”，其实质就是PC与家电融合。自此，海内外IT厂商更加看好这一趋势，纷纷踏上PC与家电融合之旅，并做了多方面尝试。但据研究机构调查显示，自1996年涌入PC市场的家电企业，没有一家交出合格的答卷。在任何一类IT产品市场的前三甲，鲜见“家电系”身影。2001年“家电系”在PC业务上没有一家盈利。进入2002年，几乎每一家家电企业均忙着收缩战线、减小市场费用、停止广告宣传。然而，当初介入PC市场时付出的巨大人力、财力，换来的却是一片狼藉。

原因分析：

（1）当时受制于网络带宽、内容及相关应用产品滞后。

（2）家电系企业技术储备不足，对发展迅猛的PC行业而言，没有及时的技术反应速度和消化能力是很难立足的。

（3）家电系企业习惯于打价格战，缺乏开拓PC市场所需要的对宏观经济走势和行业周期的预见能力。

五、一些买卖时机的经验总结

（一）白马股

白马股适于在两个阶段投资：一是股市处于低迷市道的时候适宜投资白马股，此时的白马股是很好的防御性品种；二是牛市趋势已经确立的时候，此时的白马股往往是上涨的主力。至于其他时期，如大盘处于牛熊转折期，或者处于横盘整理时期，均不适合投资白马股。股市中存在这样一种规律：在牛市行情的初期，黑马股最容易爆发，而白马股往往被忽略。而一旦转折确立，白马股立刻会显示出强劲的实力。这是因为在牛市行情的初期，市场对行情是否扭转还没有太多信心，正处于徘徊当中。一般情况下，在行情底部区域，重组、概念性炒作等题材股更易于发挥，而这些题材恰恰正集中于业绩一般甚至亏损的个股当中。当大盘底部正式确认、市场信心开始恢复时，业绩优良的白马股优势即开始显现，资金往往会重新流到白马股当中进行淘金。因此，当牛市已经确立的时候，买进白马股是最为稳妥的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）新股、次新股和高送转

弱市、调整阶段和主流热点青黄不接的时候要炒新股、次新股和高送转，这是中国股市最大的特色规律之一，套牢盘多和获利盘少因而股价上行阻力小是一部分原因。

另外，有突发利好，新资金涌入股市时，新股和次新股有机会。无论大盘处于什么状态，若遇突发性重大利好公布，往往是低价次新股的活跃期。因为老股中往往有老资金进驻或者受困，新资金既不愿为老资金抬轿，更不愿为老资金解套。所以，重大利好公布后，上市不久的次新股群往往成为新资金“先入为主”的攻击对象。

（三）高成长股

相对于价值股，成长股股价中的情绪成分更大，因此，在熊市中，成长股的价格下跌更深，对于中长线投资者来说，可在经济衰退、股市情绪悲观、股价跌幅较大时购进成长股，而在经济繁荣、股市情绪乐观、股价预示快要达到顶点时卖出。

（四）缩量震荡期——小盘股

大盘稳健但能量不足时是小盘股的活跃期，因大盘能量不能满足规模性热点的施展，所以个股行情“星星点火”，其中又以小能量下小盘股行情更为亮丽。由于小能量难以满足行情的持续性，故小盘股行情往往涨势较迅捷，持续周期较短，适于短线操作。

（五）调整尾声——超跌低价股

大波段调整进入尾声后是超跌低价股的活跃期。因为前期跌幅最大的超跌低价股风险释放最干净，技术性反弹要求最强烈。由于大势进入调整的尾声，尚未反转，新的热点难以形成，便给了超跌低价股的表现机会。

（六）牛市确立——高价股

牛市行情确立是高价股的活跃期。高价股是市场的“贵族阶层”，位居市场最顶层，在大盘进入牛市阶段后，需要它们打开上档空间，为市场创造牛市空间，给中低价股起到“传、帮、带”的作用。

（七）休整时期——题材股

大盘休整性整理是题材股的活跃期。因为休整期市场热点分散，个股行情开始涨跌无序，增量资金望而却步，只能运用题材股或概念股来聚拢市场的视线，聚集有限的资金，吸引市场开始分散的动量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（八）报表时期——“双高”股

年（中）报公布期及前夕是高公积金、高净资产值股票的活跃周期。因为这样的上市公司有股本扩张的需求和条件，有通过高分红来降低每股净资产值的需要。在股市开始崇尚资本利得和低风险稳定收益后，高分红也已经成为市场保值性大资金的宠爱。

六、市场情绪和股市的顶与底

不同的底部和顶部都各有差异，但仍然存在一些可观察到的共性。

（一）底部

1. 市场情绪

（1）当非证券专业杂志和报纸将股灾的各种故事刊登到头版头条等显要位置时。注意，一定要是非证券方面的杂志和报纸。股市是和大家的生活各方面相关联的，不用担心非证券方面的杂志和报纸不会就股灾做出报道。

（2）专业机构的市场分析报告越来越情绪化，比如对利空不加求证地采用，对利好多方怀疑。

（3）咨询人士很少有人敢承认自己是多头主张。而公募基金、私募基金等专业投资机构频频有人在媒体露面，告诉大家市场底部即将到来了。

2. 市场走势

（1）创历史新低的股票和创历史新高的股票数量不成比例。如 2008 年 11 月 1 日，三个交易日内创历史新低的股票有 84 家，而创新高的股票没有一只，阶段性大底确立。2010 年 7 月 2 日，三个交易日内创历史新低的股票有 153 家，而创新高的股票只有合兴包装和大华股份两家，阶段性底部到来。2009 年 9 月 1 日，创新高的股票有新华百货、鑫新股份、东方雨虹、南岭民爆和华兰生物 5 只股票，但创下历史新低的股票有 10 只，两者悬殊程度不是太大，这个底部不太扎实，一年之内又被跌破。

（2）成交放量：日复一日平淡的交易不会产生任何底部。

（3）即将出现一个能够完全压倒其他一切事情的新闻事件，在利空敏感、利多迟钝的市场气氛中，重大新闻事件能让空方充分发泄，新闻事件落实之日往往是市场反转之时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）顶部

顶部的状况与底部相反，在市场情绪方面体现在：①在结构性行情中，热门行业利好的思维逻辑已经形成一种时尚；②在机构研究报告中，研究员明显呈现出轻视利空、夸大利好的状态。

七、“从疑虑到确定——股价启动”的多个案例分析

市场对投资机会以各种理由从各方面怀疑，确定的证据越来越多而不确定因素越来越少的过程，就是股价上涨的过程。

（一）打消疑虑，股价启动——张裕 A

市场整体情绪的乐观与悲观程度以及市场对股票相关题材的具体敏感程度不同，股票启动所需要利好的确定性不同。

尽管张裕 A 实际的业绩拐点发生在 2003 年初，但熊市氛围使投资者心态谨慎。张裕 A 在 2003 年股价未启动，一直到 2004 年初，当张裕 A 重回高成长轨道的发展形势被多份定期报告确认后，股价才得以真正启动。张裕 A 定期报告中营收和净利润同比增幅如下：

2003 年 4 月 19 日一季报（前收入增速，后利润增速）（4.95%，19.19%），2003 年 8 月 19 日半年报（6.31%，10.17%），（转折点）2003 年 10 月 29 日三季报（13.6%，37.26%），2004 年 4 月 13 日年报（22.02%，35.97%），2004 年 4 月 24 日一季报（22.71%，25.77%），2004 年 8 月 10 日半年报（27.03%，19.08%），2004 年 10 月 25 日三季报（26.81%，20.40%），2005 年 3 月 15 日年报（18.17%，34.96%），2005 年 4 月 20 日一季报（42.14%，43.43%）。股价走势见图 6-30。

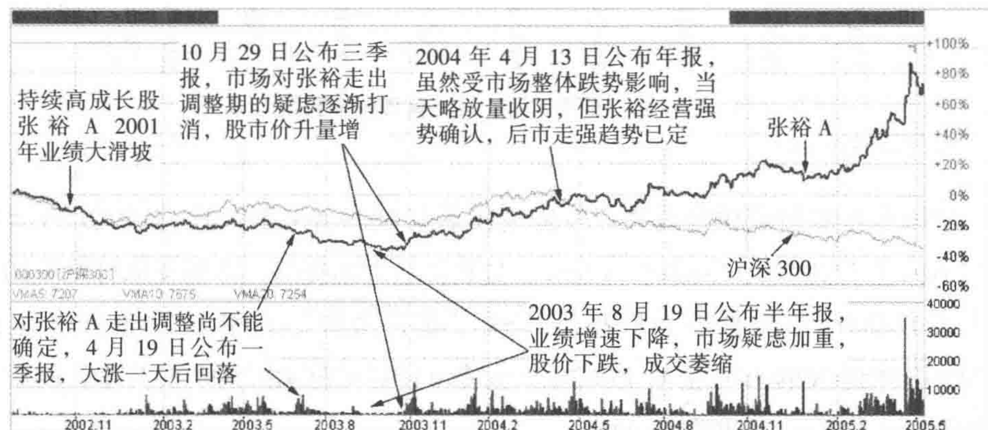


图 6-30 股价走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）打消疑虑，股价启动——中材国际

图 6-31 为中材国际的营业总收入走势图，图 6-32 为中材国际的净利润走势图。

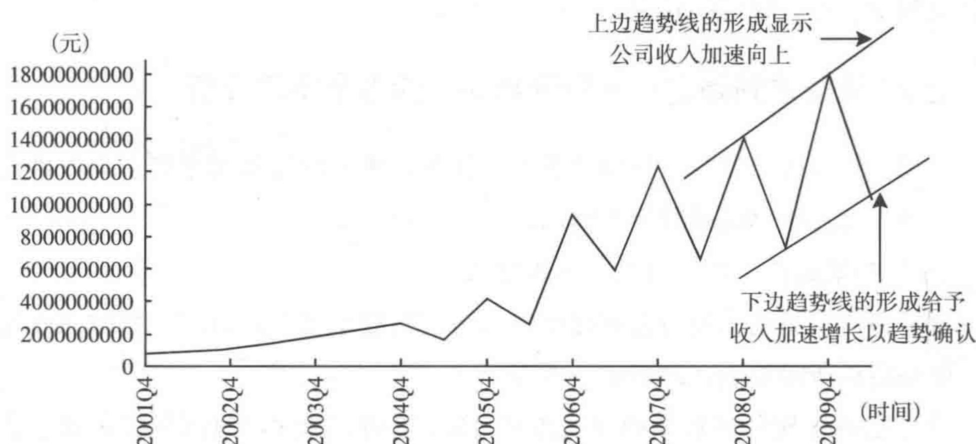


图 6-31 营业收入

资料来源：Wind 资讯。

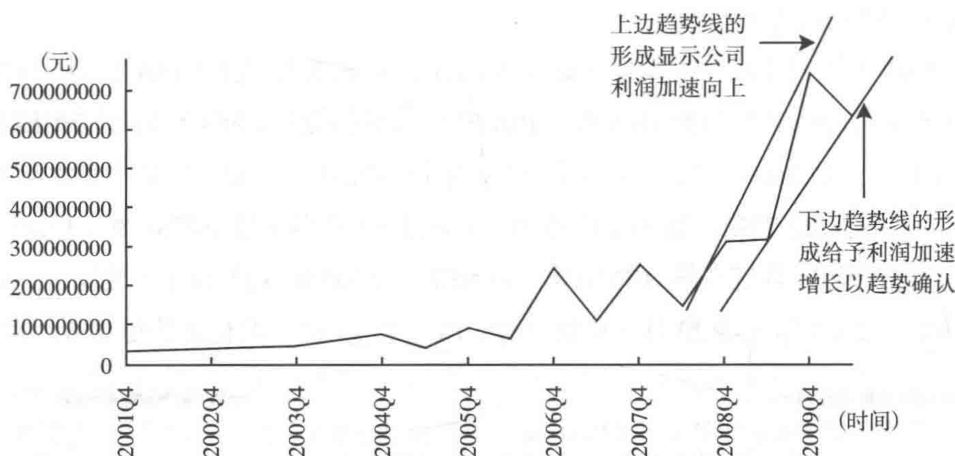


图 6-32 归属于母公司所有者的净利润

资料来源：Wind 资讯。

2010 年中报盈利质量改进：销售毛利率由 2009 中报的 12.36%和 2009 年报的 12.62%上升到 2010 中报的 13.68%，盈利质量大幅提高，市场疑虑打消。2009 年中报和 2009 年年报的利润高增长却伴随着销售毛利率由 2008 年年报的 13.24%下降到 2009 年年报的 12.62%，这使市场对中材国际的利润高增长的质量心存疑虑（见图 6-33 和图 6-34）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

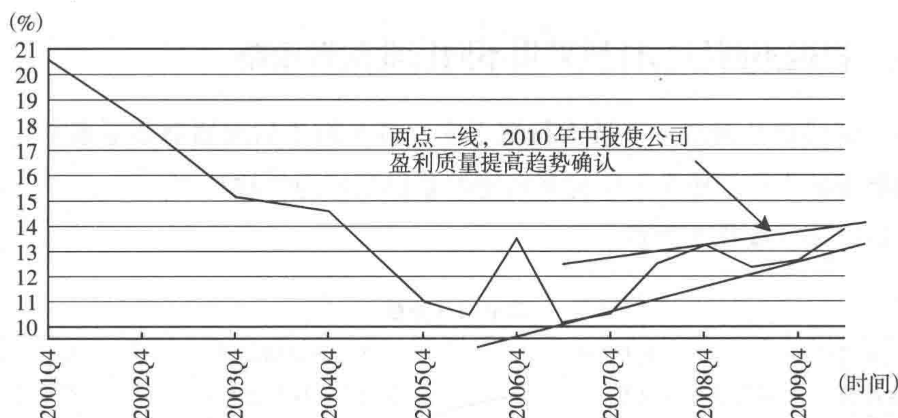


图 6-33 中材国际销售毛利率走势

资料来源：Wind 资讯。

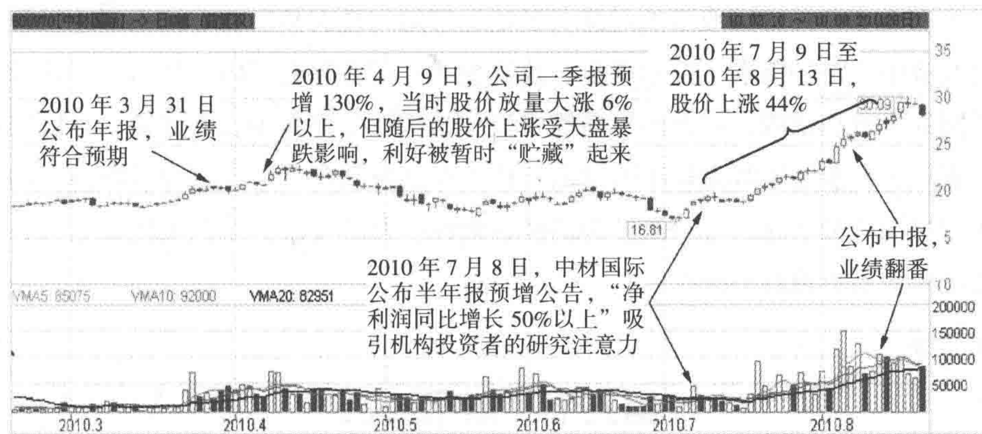


图 6-34 中材国际

八、关于中国特色之证券专业机构吃饭行情

在熊市中，作为专业的证券投资人士，每年都会期待一波由专业证券投资机构基于默契和生存需要而发起的吃饭行情。吃饭行情发起的契机何在？有 4 个简单的判断标准：

（1）阶段性刚性离场的资金（有比投资股市更重要的实际资金需要的投资者）离场完毕；

（2）先造势，各类专业机构的市场判断报告几乎一致看好后市；

（3）市场估值跌至投资者心理价位以下，投资者普遍感觉股票比较便宜；

（4）政策唱多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、根据不同行情性质采用不同行业配置策略

不少老股民会发现，一波大行情下来，各个板块的涨幅都差不多？为什么？在不同类型的大行情中采取何种策略能够获得更好的收益？

我们以表 6–4 作为解释。

表 6–4 分析

行情推动因素	经济背景	各行业涨幅表现	操作策略
资金推动	各行业静态均衡	各行业最终涨幅差距不大	轮动操作
业绩推动	各行业动态均衡发展阶段	各行业最终涨幅差距不大	轮动操作
业绩推动	各行业动态非均衡发展阶段	行业分化，最终涨幅差距大	趋势操作

未来 3~5 年的中国股市的经济背景是经济结构性调整，在非均衡高速发展的中国经济中，市场需求、技术进步、政策变动、行业整合等因素均对各行业带来了不同的机遇和挑战，行业的周期性成长和结构性分化是中长期现象，在股票市场上表现为行业投资收益轮动的周期拉长。在这种情况下，我们应该将更多的精力集中在深入和量化研究经济结构调整方向性行业的发展前景及发展路径上，并在股市中适当重视趋势操作。

第五节 熊市战机
——2001~2005 年 4 年熊市中的 3 个大级别反弹分析

熊市战机心得：

第一，熊市中的战机不容易把握，因为即使所投资的行业、个股表现强于大盘，但绝对收益仍然可能为负。

第二，低迷行情中投资者谨慎度很高，需要寻找的是最确定的投资机会，如业绩方面极低的市盈率、成长方面收入和利润的暴增、直接强烈的利好政策。

2001 年 6 月至 2005 年 6 月上证 A 股指数从 2245.43 点下跌到 998.23 点（跌幅 53.47%，958 个交易日，445 阳+513 阴）。

下跌过程中的持续 20 个交易日以上并且涨幅在 20%以上的反弹行情有 3 个：

（1）2002 年 1 月 29 日（1339.20）上涨到 2002 年 6 月 25 日（1748.89），涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅 25.53%，91 个交易日（46 阳+45 阴），见图 6-35。

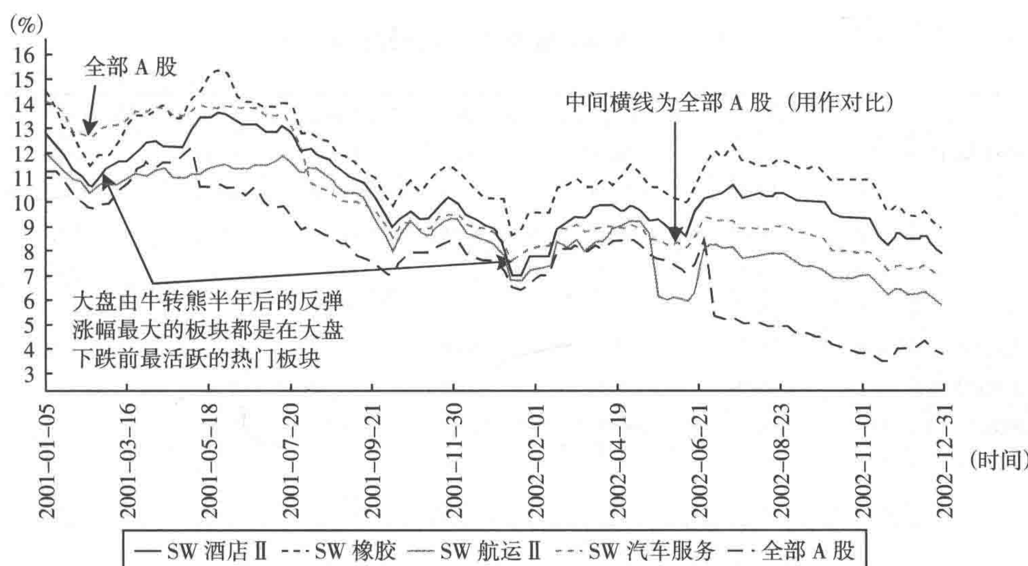


图 6-35　2002 年初大盘反弹涨幅排前的几个行业板块

2002 年 1 月 29 日开始的上涨行情是股市由牛转熊后第一波像样的反弹，46 根阳线加 45 根阴线，虽然阳线只比阴线多 1 根，但是 91 个交易日上证综合指数上涨了 25.53%。

从这波行情中涨幅最大的几个行业来看，酒店、橡胶、航运、汽车服务都是在 2001 年上半年股市下跌之前走势最活跃的行业板块，时隔半年左右的再次拉起可以视为被套资金的自救行情。

股市大跌之后的第一波反弹行情，往往是下跌前期资金介入明显、走势最为活跃的股票。

（2）2003 年 1 月 6 日（1311.68）上涨到 2003 年 4 月 16 日（1649.60），涨幅 21.70%，66 个交易日（36 阳+30 阴）。

2003 年初始至 4 月中旬，沪深两市在金融、汽车、钢铁、石化、电力五大板块的轮番推动之下，走出了“局部牛市”行情，2003 年 1 月 6 日，按照申万二级行业分类的汽车整车、银行Ⅱ、钢铁、电力、石油化工五大行业的整体涨幅达到了 49.23%、47.93%、32.9%、24.34%、23.94%，当时（2003 年 1 月 6 日）这五大行业的 PE（TTM 整体法）分别为 35.39、28.26、16.46、23.35、20.27，当时全部 A 股的 PE 为 46.94。

股市由牛转熊一年半后，市场熊市气氛弥漫，虽然身处弱市中，但是汽车、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钢铁、石化等行业利润暴增（见表 6-5），也还是带起了阶段性行情。

表 6-5 利润总额合计（同比增长率）

单位：%

时间	全部 A 股	SW 石油化工	SW 钢铁	SW 银行Ⅱ	SW 电力	SW 汽车整车
2001 年 12 月 31 日	-16.04	-18.86	-3.56	55.67	13.88	-46.56
2002 年 6 月 30 日	-11.72	-41.09	-8.77	28.06	10.12	-29.23
2002 年 9 月 30 日	7.03	0.71	9.01	12.4	9.46	19.83
2002 年 12 月 31 日	15.55	6.33	25.2	39.8	7.44	186.19
2003 年 3 月 31 日	26.57			18.13		414.02
2003 年 6 月 30 日	30.33	107.99	105.68	28.29	18.26	223.81
2003 年 9 月 30 日	32.59	59.71	83.96	30.59	26.2	185.1
2003 年 12 月 31 日	36.37	35.53	74.81	-11.04	32.39	88.2
2004 年 12 月 31 日	38.61	80.73	40.29	38.42	10.52	-15.84
2005 年 12 月 31 日	9.17	8.22	2.97	27.37	-3.28	-47.05

实践证明，在大盘调整阶段调动局部热点行情，恢复股市赚钱效应，从而造就真正的中级反弹行情，是一剂曲线救市的良方。上市公司利润暴增，而且是多行业集群式利润暴增，板块效应显著，资金号召力强，这种确定性的投资机会无论是在多么悲观的市场气氛下都是最可靠的，也是在熊市气氛中最理想的投资标的。

熊市中段的反弹行情中涨幅最大的板块表现为提前抗跌或提前企稳上涨。

从图 6-36 的行业股价走势图中可以看到，即便是在股指持续下跌的熊市当

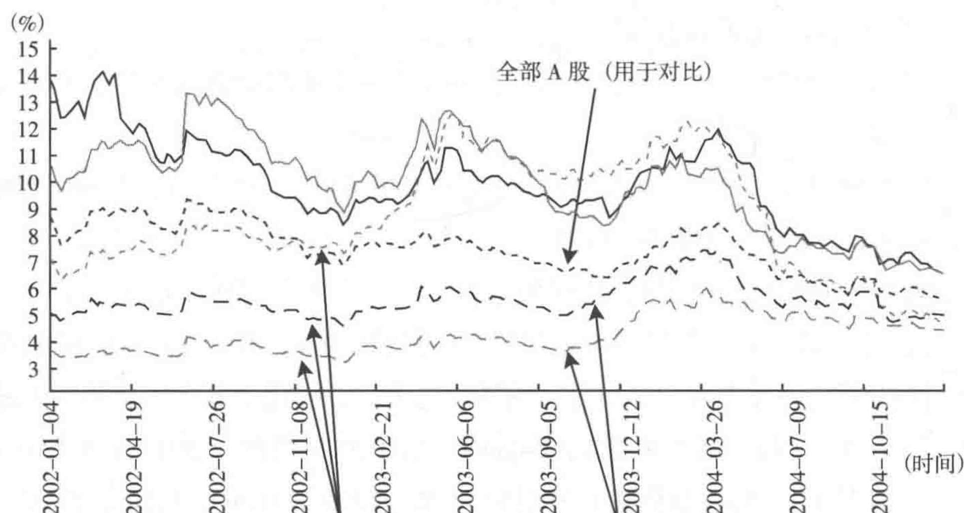


图 6-36 五朵金花总股本加权收盘价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，投资价值日益显现的行业和板块，其整体股价也表现出较强的抗跌性，并能够率先于大盘企稳回升，这类股票，不要过于苛求去追求最佳投资时机，因为最佳投资时机往往是可遇而不可求的。

（3）2003 年 11 月 13 日（1307.40）上涨到 2004 年 4 月 7 日（1783.01）。涨幅 34.66%，96 个交易日（54 阳+42 阴）。

当时（2003 年 11 月 13 日）市场全部 A 股整体 PE（TTM 整体法）为 34.98 倍。其间涨幅最大的申万二级行业为网络服务（涨幅 79.19%）、半导体（涨幅 67.42%）、显示器件（涨幅 62.72%），三者当时的 PE（TTM 整体法）分别为 51.55、55.89、34.03，而当时 PE 最低的二级行业为钢铁（13.54）、石油化工（17.96）、金属制品（18.10）的区间涨幅分别为：27.84%（提前上涨了）、35.8%（提前上涨了）、51.87%。

SW 元件Ⅱ等子行业没有业绩支撑，为跟随半导体和显示器件的跟风炒作。

2003 年底到 2004 年第一季度的这波反弹行情的发动与 2003 年初的五朵金花局部行情的结束相差仅 7 个月，是 2001~2005 年熊市中最大规模的一次反弹行情，也可以理解成世界经济复苏后国际股市普涨行情在中国引发的一轮补涨行情。

反弹行情前期，半年前的五朵金花板块在经过几个月的盘整之后再次上涨，尤其是在上轮行情中涨幅较小的钢铁和石油化工行业强势启动。在中国 GDP 增

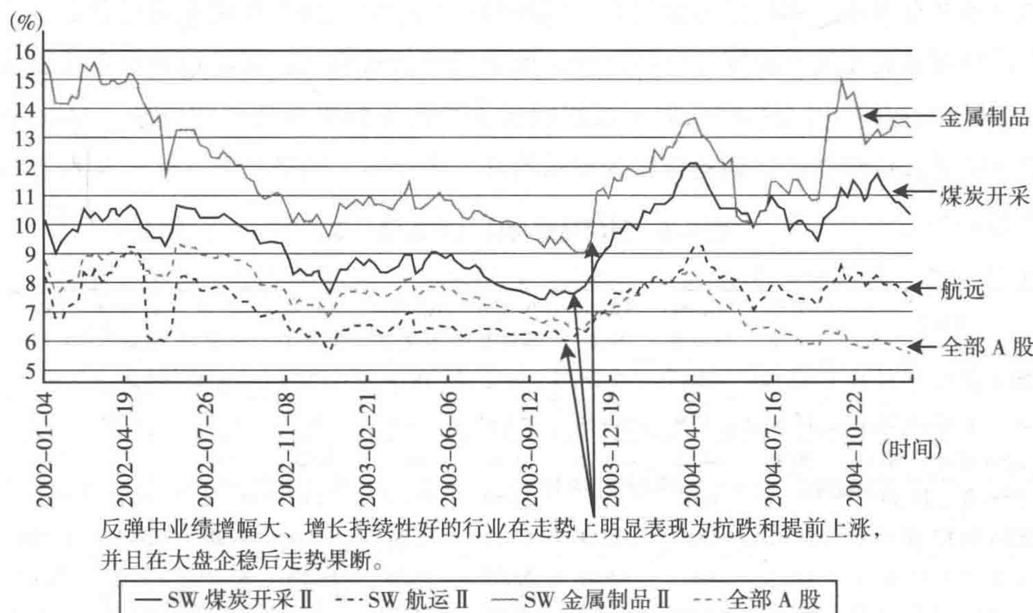


图 6-37　2002 年 1 月至 2004 年 11 月大盘反弹中业绩增幅大且增长持续性好的行业总股本加权平均收盘价走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速不断攀升、世界经济复苏确定以及股市局部热点的带动下，市场气氛开始活跃，各专业机构纷纷发表报告，一致看好2004年的股市走势。

在专业机构的指引下，各路资金纷纷杀入，市场呈现出热点纷呈的局面，推动股指持续走高。

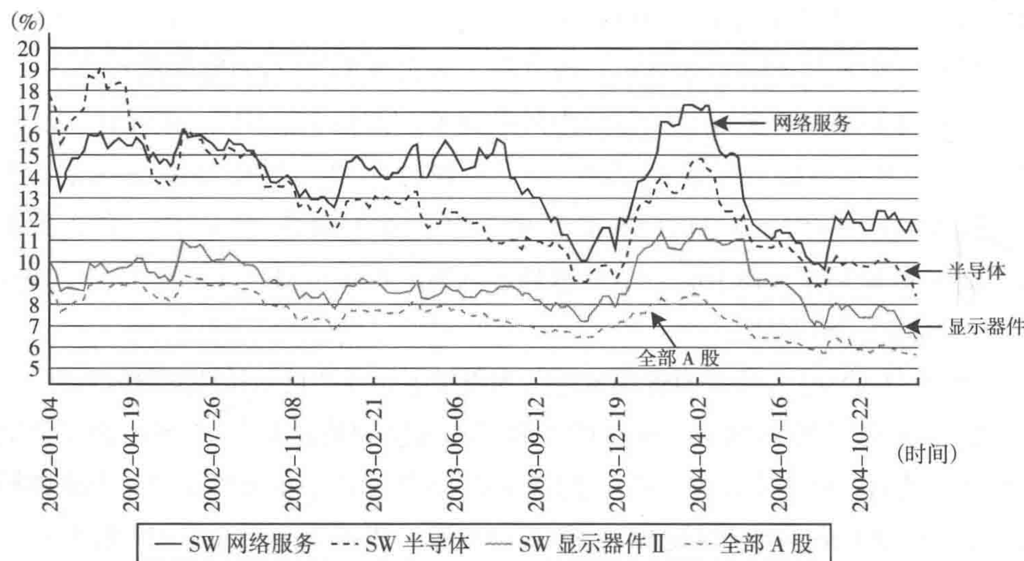


图6-38 2003年11月至2004年6月大盘反弹中周期景气预期但业绩增长持续性差的行业总股本加权平均收盘价走势

虽然在股市反弹阶段涨幅较大，但反弹中业绩增长持续性越差的行业在走势上越是明显表现为对前期超跌的反弹，而业绩增长持续性较好的行业更多地表现为抗跌，这显示出业绩增长对于板块股价走势的支撑更为持久和可靠。图6-38中业绩增长持续性由强到弱排序为显示器件、半导体、网络服务（见表6-6）。

表6-6 利润总额合计（同比增长率）

单位：%

时间	全部A股	SW网络服务	SW半导体	SW显示器件Ⅱ	SW煤炭开采Ⅱ	SW食品加工	SW航运Ⅱ	SW金属制品Ⅱ	SW元件Ⅱ
2001年12月31日	-16.04	3.83	-17.86	-69.2	18.06	-12.29	-20.88	8.81	-53.93
2002年12月31日	15.55	-10.9	-16.86	153.14	24.06	-46.9	13.8	-14.89	0.7
2003年6月30日	30.33	-4.82	-11.76	41.31	6.67	10.26	46.04	16	12.01
2003年9月30日	32.59	9.04	3.24	38.59	13.82	21.05	47.52	30.44	8.55
2003年12月31日	36.37	39.8	13.23	45.11	5.86	132.68	41.07	34.1	12.88
2004年6月30日	44.74	3.84	43.24	53.07	78.88	69.68	83.59	150	22.61
2004年12月31日	38.61	-0.95	-4	-3.69	102.54	36.33	193.17	183.59	-22.63
2005年12月31日	9.17	-133.51	-142.75	-310.77	8.78	-40.59	23.77	7.81	-2.71

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

‖第七章|

研究与风险控制

第一节 公司估值与投资机会综合对比

一、投资的宽度——系统的投资决策方法

为什么信息灵通人士的投资收益率不如专业投资机构？为什么上市公司经营管理者甚至对本企业的股票投资都不如专业投资者？

当然，原因很多，但非专业人士在投资决策过程中的视野宽度不够是最关键的因素之一。

对于业余投资者来说，可能有机会接触大量上市公司相关信息，这些信息都很有价值，但这些信息具有很大的随机性，在你为发现一个挣钱机会而兴奋的时候，也许这个阶段市场上到处都是金山。

而我们的做法是：不定期地、频繁地对分散存在的行业性的、主题性的、个股类的投资机会进行系统的检视，通过历史资料回顾、整体梳理和对比思考，一方面可以主动地将近期所关注到的事、近期所接触到的相关因素的权重降低到应有的客观程度（回避掉“近期偏好”），另一方面通过不断对大量投资机会的对比分析，保持最优的投资效果。

通俗来讲，业余投资者是就一个点而看一个点，我们是放在系统中对比多个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，量化对比取优，这样，孰优孰劣便可以一目了然了（见表 7-1）。

表 7-1 投资机会检视

投资机会（行业或主题或公司）	股价驱动因素（强度、紧迫性、可靠性）	风险分析	代表公司	股价表现（与市场比较）	机会排序	时间因素权重调整
投资机会 1						
投资机会 2						
投资机会 3						
投资机会 4						
投资机会 5						
价值偏离度、买卖时机（包括淡旺季、投资时钟、市场关注度、因素共振、思维栅格等）综合考虑						

投资机会筛选的目的是筛选掉量级低和不确定性的，留下量级高和比较确定的。

二、计算公司的合理市盈率

投资机会中的公司股价上升潜力为公司股价由现价（现市盈率的）上涨到合理定价（合理市盈率）的上涨幅度。

公司的价值到底该怎么计算？我们认为，巴菲特的自由现金流公式是最靠近真理的公司估值方法，该公式为：

公司价值＝第 1 年自由现金流/(1＋折现率)＋第 2 年自由现金流/(1＋折现率)^2＋第 3 年自由现金流/(1＋折现率)^3＋第 4 年自由现金流/(1＋折现率)^4＋第 5 年自由现金流/(1＋折现率)^5＋第 6 年自由现金流/(1＋折现率)^6＋…，–公司债务。

然而，对于大多数上市公司来说，这种方法需要预测的数据过多，几乎不可能做到，勉强去做的结果只能是在貌似科学的表象下得到一个离科学越来越远的结果，因此，自由现金流更适合作为我们思考公司价值的一种思维架构，在实际的投资活动中，需要更加简便易行的计算方法。

在实际的投资活动中，我们所能够得到的比较多的预测资料是一家上市公司的 GAGR（净利润复合增长率），如果将以此为基础计算出上市公司的合理市盈率，并结合宏观经济、行业和影响公司实际价值的各种因素进行综合调整得到的结果作为股票投资的参考标准，是一个实际有效的方法。

在本书第四章中，我们曾介绍过在投资者预期收益率一定的情况下，根据上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市公司 5 年、10 年的 GAGR 所计算出的上市公司的合理市盈率。利用这种方法计算合理市盈率需要做好两种工作：一是估算出未来 N 年（5 年、10 年等）上市公司的净利润复合增长率；二是合理估计 N 年（5 年、10 年等）后该上市公司的预计市盈率。则上市公司目前的合理市盈率为：

合理 PE =［(1 + N 年净利润复合增长率)^{N}/(1 + N 年投资者期望收益率)^{N}］× N 年后预计市盈率。表 7–2 和表 7–3 为以此公式计算出来的合理 PE 值。

表 7–2　公式（一）

净利润年增长率（%）	增长 5 年后 PE 保持稳定	增长 10 年后 PE 保持稳定
0	12	6
5	16	10
10	20	16
15	25	25
20	31	38
30	46	85
40	67	179
50	94	356
60	130	679

投资者期望 15% 的年收益率

表 7–3　公式（二）

净利润年增长率（年分红 2%之后）(%)	增长 5 年后 PE 保持稳定	增长 10 年后 PE 保持稳定
5	22	19
8	25	25
10	27	30
15	34	47
20	42	72
25	52	108
35	76	233
45	109	476
55	152	927

投资者预期 10% 年收益率　其中 2% 的年分红率

以净利润年增长 60%，增长 5 年后 PE 稳定在 25 倍的案子为例，则目前股价的合理市盈率的计算方法为：［(1 + 60%)^{5}/ (1 + 15%)^{5}］× 25 = 130。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以净利润年增长 55%，增长 10 年后 PE 稳定在 25 倍的案子为例，则目前股价的合理市盈率的计算方法为：$[(1+55\%)^{10}/(1+8\%)^{10}]\times 25=927$。

三、利用托宾 Q 值的估值思路预计公司 N 年后的市盈率

（一）托宾 Q 值

要评估一家公司的价值，为了方便大家思考，我们可以借鉴经济学中的“托宾 Q 值”，也就是说，大家可以设想一下，假如有一位投资者看好一家公司，他要么直接购买该公司，要么购买资产、招聘人员而从零开始建造一个同样的新公司，建造一家同样的新公司的成本就是该公司的重置成本。而托宾 Q 值=公司市值/公司重置成本。

公司的股价反映了所有资产的整体价值，是公司的整体价值不能拆分成单个资产的价值，整体价值是资产协同发生效应的结果。公司仅仅持有资产是不能够创造价值的，价值的创造是通过一系列明智的开支决策组合实现的，比如在人员聘用、产品开发、维持生产、厂房建设、广告、品牌形象和经营管理等范围内进行投资，所有这些资源的整合协同效应才能带来收益，才能体现出公司的价值。

这就又牵扯出了另一个范畴的理论，公司到底是什么?

公司具有高度的复杂性和多样性，从不同的角度观察，不同的人可以分别挑选出他感兴趣的企业特征，并根据这些特征来定义企业。

从投资的角度看，企业本质可以定义为，企业作为内含有各种知识、经验、能力、公司文化、品牌形象和成功记录等各种特点的组织和各种生产资料的有机结合体。也就是说，企业包含两种基本要素：一种是各种生产资料的集合体；另一种是由各种各样人所形成的组织。

生产资料可以购买，人可以招聘，但要形成与现有公司同样的成功因素和核心竞争力，由于大量非完全市场化经营资源的存在，这个过程会存在很多障碍。其实，这也就是我们在第四章中所讲的“壁垒”问题。壁垒越高，重置公司就越难，公司的超额利润就越高，则托宾 Q 值就越大。

（二）N 年后市盈率预计

采用阶段 GAGR 给公司进行估值的一个参考值就是我们能够对公司未来 N 年的利润增长有个较为清晰的预估。那么经过这 N 年的生产经营，企业作为一个组织，其所内含的各种知识、经验、能力、公司文化、品牌形象和成功记录等特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

征会有一个什么样的变化，在N年后的经济环境中，这N年所积累的这些新的组织特征能否提升公司的价值。正如前文所述，如果公司所在的行业是个长生命周期的行业，而且经过这N年的公司发展，公司的壁垒继续得到加强（如公司以先发优势进入到一个高转换壁垒的行业中等），托宾Q值将更加高，公司的超额利润会更加丰厚并且更加巩固，那么我们对于公司N年之后的市盈率就应该给予一个较高的估值。这又是一个复杂的话题，在此不多叙述。一般来说，由于对未来情况较难把握，N年后预计市盈率一般采用现有市场的整体平均市盈率为基准，然后可以根据具体情况就具体公司加以调整。

四、投资机会之量化对比

通过填写下面两个表格可以帮助我们在对投资机会的把握上由定性研究上升到定量研究。

表 7-4 上市公司基础数据

单位：%

未来状况	上市公司明年利润增长	上市公司未来三年（或五年、十年）预期复合利润增长率 GAGR	概率
看好	100	50	20
一般	30	20	60
衰退	-10	5	20
上市公司基础数据，由此可进一步计算公司股价的期望值和方差			

表 7-5 上市公司投资机会对比的基础数据

单位：%

未来状况	投资获利潜力	概率	投资机会期望值	投资机会方差
看好	100	20	36	0.1264
一般	30	60		
衰退	-10	20		
投资获利潜力为公司股价由现价（现市盈率的）上涨到合理定价（合理市盈率）的上涨幅度				

投资机会量化的目的：计算期望值和方差，不是去精确的计算，精确的计算也不可能。我们的目的：一方面通过量化来进行投资机会之间在大的量级方面的横向对比，另一方面通过对投资机会中各关键因素的纵向变化来寻找买卖时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 通用研究技巧

一、投资机会研究的不同侧面

（一）存量信息与流量信息

投资股市的胜负完全取决于信息的占有，信息分两种：一种是存量信息，是基于对过往信息整理和深入分析基础上对各行各业现状和规律的掌握，这主要靠学习、钻研和经验获得，这类信息使我们能够得以用最少的新增信息来正确判断投资机会；另一种是流量信息，可以用“新闻”来概括形容，流量信息是引爆投资机会的催化剂。

（二）分析框架——关键信息

对待信息的态度——我们强调的是信息的质量，而不是信息的数量。过多的信息，尤其是过多的细节信息会降低投资者的判断力，我们需要的是“关键信息”，是在我们“分析框架”内的“有效信息”。这实际上就是投资者要善于抓住的重点。

以公司研究为例，我们可以从以下方面建立自己的分析框架：

（1）盈利模式，盈利模式就是企业赚钱的方式或者说盈利方式。

分析要点：与同行业主流盈利模式相比是否有优势？是否能反映在产业链中利润流动的未来方向，进而成为行业趋势的先行者？

（2）公司战略，战略就是公司的努力方向、长期目标和实施路径的选择。

分析要点：发展战略（目标+路径+方法）上目标要远大（利润空间巨大），路径要可行（基于大量调研信息所做出的选择），方法要高明（充分利用自身优势）。

（3）公司的核心竞争力。公司的核心竞争力分析，包括管理者素质、市场营销能力、技术创新能力、专有技术、特许权、品牌、重要客户等。

（4）产品市场前景分析。包括产品本身市场分析、主要竞争对手、上下游产品关联性及定价能力、替代产品分析等。

（5）公司财务状况及财务管理能力，包括财务安全性指标、反映行业特性的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要财务指标、公司股权与债权融资能力与成本分析、公司再投资收益率分析等。

（6）公司状态感受。公司是在挣扎求存还是在蓬勃发展？

（7）企业家的市场判断力是能否胜任。

公司若想顺利扩张其事业版图，需要有能力及早预见未来，以便采取必要的行动或把握商机。企业家的主要任务之一就是判断市场，而投资者就是裁判。

（三）稳定与易变

公司的驱动力结构图见图 7–1。

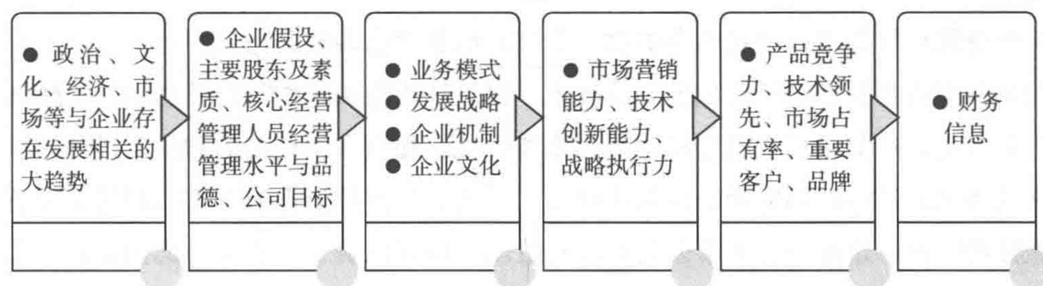


图 7–1 驱动力结构

（1）研究什么？在你预定的投资周期内，什么是稳定的？无论是财务信息，还是产品、服务、技术、市场，抑或是管理、战略、假设、商业模式，似乎都不重要，离我们最近的是“周期”，我们需要研究清楚的是在我们对该公司的预定投资周期内相对稳定的因素，忽略多变的因素。

（2）什么是稳定的？什么是易变的？哪些产品周期长，尤其是很多年都靠稳定的几个产品而且一直活得很好的公司简单清楚，是投资的首选标的。而那些靠不断推出新产品来实现盈利增长的公司，比如几天都能够推出一个新产品的公司。因为我们不知道新产品生命周期到底有多长，可能我们还没有把产品搞清楚，它已经更新换代了。对于这类公司，我们要将研究目标沿上面的公司驱动力结构图向左侧寻找研究目标。

总之，我们关注的研究标的的时效性一定要足够长，忽略时效性太短的因素。如果产品的生命周期很短，就需要分析有关能力。如果有关能力的生命周期很短，就需要研究产生能力的相关要素。

（四）内部运作与外部环境

一定的外部宏观环境是任何组织生存的土壤，它既为组织的活动提供了条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件，也必然对组织的活动起制约作用。以上市公司为例，上市公司经营活动所需要的各种资源需要从外部环境中获得，这些外部环境包括原料供应市场、能源市场、资金市场和劳动力市场等，离开这些相应的市场，上市公司经营就失去了基础和活动舞台。同样，上市公司获得并转换上述各种资源用以生产产品或提供服务也必然在一定的环境中进行，市场结构、政治法律、人文社会、技术进步等无一不对上市公司经营活动产生重要的影响。离开了这些因素的支持，上市公司的产品销售、消耗补偿都会产生问题，经营活动难以为继，更不用说更大规模的扩张了。

外部环境为上市公司生存提供了条件，也必然会限制上市公司的发展。上市公司只能根据外部能够提供的资源种类、数量和质量决定生产经营活动的具体内容和方向。产品销售既然要通过市场才能实现，那么在生产之前和生产过程中就必须考虑到这些产品能否被市场所接受。因此，外部环境在对上市公司提供经营条件的同时，也制约着上市公司的经营活动。做好投资，对投资标的内部运作和外部经营环境的研究必须并重。

（五）研究需要时间的沉淀

投资是个非常严肃的事情，必须要以最严谨的态度去对待，对一家公司深入了解是投资的前提，这不仅需要横向纵向广泛的信息获取，而且一定还需要一段时间去沉淀，没有一定时间的跟踪了解，往往会遗漏某些重大因素，因此，跟踪是必不可少的。

（六）研究深度是相对的

信息占有是投资制胜的关键，作为专业投资者，至关重要的是：每个人都应该摸索和积累一套信息获取体系，能够以最低的成本、最高的效率将触角伸向社会生活、商业经济各个领域。以最快的速度、敏锐的眼光获取更为全面和有效的信息是我们的终极目标，而现实目标则是“我们跑不过老虎，但只要我们能跑过其他人”这句话可以用来作为对基本面研究怀疑者的回答。

（七）研究与短线

基本面分析注重股市运行的经济、政治、国际环境等基础性因素，努力揭示这些因素对股市的综合作用及中长期趋势的影响，它同样能指导短线操作。因为，股价短期波动的导火线很可能就是基本面某个因素（消息）的突发作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、公司研究的基础内容

（1）人：买入一只股票等同于把我们的资金交给公司管理团队去经营，公司核心管理者长年来的所作所为所体现出的人品、能力、经验至关重要（如个人利益取舍方面，对公司成长是否具有奉献精神）。这方面对于竞争性企业尤为重要，对于壁垒型公司可以相对放低要求。

（2）资产：买入一只股票等同于把我们的资金变成了公司资产中的一份，我们需要弄清楚自己买的是什么东西。

（3）业务模式：必须做到能够用简短清楚的语言清楚准确地概述公司的业务模式。

（4）收入和成本构成：利润是我们买入股票所追求的唯一目标，我们必须对影响其增减的各种因素十分清楚。

（5）利润不是来自于行业多么有前景，也不是来自于公司多么科技和知识密集，利润来自于产业结构。波特五力分析包括公司所在行业上游下游的议价能力、行业竞争状况、新进入者和替代品的威胁，波特五力在分析一家公司的现状和前途方面是最实用的分析框架。

（6）行业中独具的竞争优势、护城河。

（7）国际视野与国家竞争力：国际化发展到今天，世界经济已经成为了一个不可分割的整体。一家企业的竞争力只有拿到国际上比较才能更有意义。波特教授的国家竞争力钻石理论给一个行业在世界范围内的国家竞争力研究提供了无可比拟的清晰分析框架，非常值得我们借鉴。

1）生产要素条件——如人工素质或基础设施的良莠不齐。

2）需求条件——本国市场对该项产业的需求情况。

3）相关支持性产业——本产业的上下游及相关产业是否具有领先的国际竞争力。

4）企业战略、企业结构、同业竞争——一个国家的企业是如何被组成起来，资本市场状况、持股人目标、企业目标和个人目标是什么？企业是被如何组织和管理的，行业的竞争状况等，各种民族文化、政策和法律等在经济领域的体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、信息获取方法

（一）案头研究

在互联网信息浩如烟海的今天，选择恰当的"关键词"能够起到惊人的信息获取效果，在"关键词"的研究和选取上无论下多大工夫都不为过。

（1）寻找历史轨迹（纵向）。英国首相丘吉尔曾说："回顾得越远，可能前瞻得越远。"Google 的时空隧道、百度历史搜索、大中城市图书馆资料库中的阶段新闻等都是获取相关标的历史资料的信息来源。

（2）上市公司全面信息搜集（横向）。上市公司的各个子公司、竞争对手、各种卖点和亮点全面搜集和整理分析。例如，通过"上市公司名＋核心竞争力、竞争对手"可以获取上市公司行业地位的基本信息。"通过上市公司各种各样重要关键词变换组合进行百度新闻、百度网页、百度文库、Google 图文并茂、Google 网页等信息搜索和筛选来获取资料，其价值也许远大于你耗费万元差旅费前往公司调研一番。

（3）趋势方面。搜索使用语：某某+越来越、一直、日益、逐渐、兴起、正在（成为）、持续、变得（普遍）、出现、上升、上涨、（正在）增长、（正在）增加、已经开始、运动、现在成了、不断、已经、表现出来、发生变化、改变着。

（二）人际沟通

（1）转换身份。转换身份容易达到更好的调研效果，如果我们想了解一个行业，完全可以扮作大客户去和相关公司销售人员谈业务，也可以以投资者的身份去接触行业中的一些项目来获得深入的行业资料。

（2）直接询问上市公司业务部门和证券部门——更长时间的随意交流能够使有关人员放松警戒心理，公司人员无意中提供的情报往往能带来意外的收获。

（3）与上市公司上游、下游、竞争对手等非上市公司人员（非上市公司情报易于获取）或上市公司跳槽员工沟通（离职员工对前公司的信息往往有倾诉欲，不太保守）。

（三）观察生活

专业的观察家就是以搜集情报为主要目的，什么有利于搜集情报就去做什么。可以去谈贸易不是为了做成生意，只是为了获取市场供求信息；去做资金掮客不是为了个人收入，只是为了判断资金形势；经常去消费场所不是为了享受，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是为了了解消费心理变化以及顾客价值取向的变化。

细心的日常生活观察的确能够有利于作出正确的投资判断，例如美国价值股挑选专家约翰·内夫曾经一直感觉麦当劳的股票有些贵，一直反对买入，但因为观察了麦当劳的停车场让他改变了主意，他这样解释："我现在也去麦当劳，首先，是因为我孩子喜欢，他们让我去。其次，我每次去，那里都是爆满，很难找到车位。最后，那是我见过的唯一能看到各种档次汽车的地方，从大众甲壳虫到最棒的奔驰，应有尽有。说明这家公司有广阔的客户市场，有巨大的吸引力。"

约翰·内夫通过细心的生活观察，从麦当劳停车场中各种各样的车看到麦当劳广阔的客户市场，并因此而获取了其后巨大的投资收益。

（四）利用既成的资料

广泛利用国内、国外政府机构公布的数据以及民间权威调查公司的数据，例如各类的民意测验、调查和政府统计等可以使我们的投资决策更具前瞻性。

（五）调研心得

（1）深入调研配合正确的投资方法能够给我们带来丰厚的投资回报，无论怎么计算，在调研上的投入都是极为值得的，做投资千万不要吝惜信息费、电话费和车油费。

（2）系统化研究非常重要。不要痴迷和死盯着一家公司的经营细节，要将目标公司和竞争对手进行广泛比较。竞争能力都是比出来的，公司价值也是比出来的。例如，一家公司宣称自己有多少新药品种，不要激动，去医药监督管理局广泛搜索一下，看和其他公司相比它的行业地位如何。

（3）在公司调研中，我们发现，企业高层普遍喜欢吹牛，前途一片光明和美好；而底层员工，往往过多地关注企业的黑暗面，脑子里全是诸如"公司待遇太差，人员流动频繁，缺乏激励制度"等；相比较而言，中层干部是较好的调研对象。

（4）兼听则明——立体调研。任何对企业未来判断的信息来源，都有一定的片面性，即便是董事长也难以对公司下年的经营形势做出完全正确的预测，只有更多的片段才能串联起未来的发展图景，只有更多的信息渠道，才能弥补信息固有的偏向性，才能使决策者更加客观。因此，投资者一定要多渠道、多方式、多侧面获取公司信息，切忌过分依赖一两种信息来源。

举例来说，目前证券公司、基金管理公司的投研人员，上市公司调研基本上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是去公司现场看看，和董秘谈谈，或者一群人过去搞会议调研。这种调研模式，不仅成本高，而且正中上市公司的马其诺防线，了解到的东西都是上市公司希望透露出来的，对公司真实状况难以有效掌握。对于我们重仓、拟重仓的中长线品种，一定要将调研深入下去，一方面通过各种渠道和方式与公司高管建立联系，另一方面直接联络到上市公司销售一线或其他重要岗位的人员，建立和保持密切的联系，在合法的前提下，较早获取公司有关信息，与其他信息相互印证并结合行业经验做出投资判断。

（5）千万不要拿宣传性的数据作为投资判断依据。宣传资料夸大很厉害，统计口径很不规范。

（6）调研上市公司，很重要的一点是寻找行业及企业相关的某些“快速变化因素”，高度关注其从量变到质变转变对企业利润的影响，这种研究是投资战机的主要来源之一。

（7）公司的财务数据较为滞后，调研第一重要的是客户心理和销售前线的战况。这些资料前瞻性高，无论是据此以判断中短期行业景气程度来把握行业型投资机会，还是预判行业危机中不同公司的不同表现来把握行业洗牌型投资机会都颇为有效。

（8）人们在把握趋势方面最常犯的一个错误则是轻信市场调查。市场调查可以有效地评价过去，却不能正确地评价新思想、新概念，从而导致市场调查常常得出错误的结论，因为任何人都不可能有一个评价未来的参照系。市场调查常常以貌似科学严谨的数据和方法得出错误的结论，从而引人误入歧途。

施乐公司在开发普通纸复印机之前进行的市场调研所得出的结论是，当人们可以花 1.5 美分得到一张热敏传真纸复印件时，没有人愿意花费 5 美分进行一次普通纸复印。施乐公司没有理睬这一市场调查结论，否则，施乐和世界复印机的历史就要改写，人类使用复印机的时间不知道要推迟多少年。

市场调查是以假设为前提的，它不可能使被调查对象处于未来市场营销的环境之中。而在营销之前和在营销之后，消费者对同一问题的答案可能是完全不同的。例如，在脑白金上市之前，你若去做市场调查，问消费者愿不愿意买脑白金去送礼，10 个被访对象中有 10 个的回答是否定的，但在铺天盖地的脑白金市场营销活动开展起来之后，尤其是送礼广告播出之后，脑白金在某年春节的一周之内就卖出了 7 亿多元，这其中绝大部分是买去送礼的，与前期市场调查的结果大相径庭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节 正反两面研究

一、投资决策必须同时考虑利多利空两方面的因素

正反两面研究既适用于大盘也适用于个股。以个股为例，任何一只股票都有看空的理由，如果没有看空的理由，股价早涨上去了，股价就是多方和空方博弈的结果，无论作为多方买入股票还是作为空方卖空股票，只有知道了对方底细，才能做到心中有数，不会被短线的价格波动干扰。同时，也只有经过各种反对意见锤炼的投资逻辑才能经得住市场的考验。所以，找到反对意见并加以分析是买卖股票的必要条件。

正反两面研究的基本内容如下：

对个股：

支撑股价向上的因素（通过逻辑——具体到公司利润变化）；

打击股价向下的因素（通过逻辑——具体到公司利润变化）。

对大盘：

支撑股价向上的因素；

打击股价向下的因素。

（通过逻辑——具体到股市对货币、固定收益类资产、直接实业投资、房地产等其他大类资产相对竞争力的变化。）

二、正反两面研究——解决情绪问题的利器（轻松解决“贪婪”、“恐惧”）

投资大师不断地告诉大家，要做好股票，调整心态是第一重要的，也就是说，首先要解决好“贪婪”和“恐惧”的情绪问题。但是知易行难，“贪婪”和“恐惧”不是简单调整一下心态就能解决的，很多投资老手修炼十几年也仍不能做到很好。

其实，所谓“心态”问题的根源不在“心态”，而在于“知识不足”。想一想，为什么一只股票深跌后你会“恐惧”，其实很大程度上源自于你对该股后续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利空和反面的利多的研究不够，头脑被下跌的氛围所左右，不能全面地看待问题。而为什么一只股票暴涨后你会“贪婪”，也是同样的道理。

对大盘的涨跌非常重视的同时缺乏大盘研究方法导致大盘判断能力不足，是很多基金经理业绩跑输大盘的重要原因。其实，社会财富总是要以一定方式存在，大盘不会无缘无故大涨，也不会无缘无故大跌。你只需要按照本书前文所述的方法认真研究股市对货币、固定收益类资产、直接实业投资、房地产等其他大类资产竞争力的强、弱因素，对大盘涨跌的大趋势就可以做到心中有数。

三、利空利多因素、利空利多苗头的储备和跟踪研究

好记性不如烂笔头，对大盘和重点股票库里个股的利空利多因素做好记录和分类整理，能够使我们对大盘和个股全面形势做到一目了然。而且，关键的是，股市涨跌起伏的拐点往往起源于利多利空因素的变化，这些变化很少来源于既成的利多利空因素，大多来自于新出现的重大利空和利多，在这些重大利空利多因素出现之前，很多都有明显的征兆和苗头，及早发掘和跟踪研究这些征兆和苗头是股市投资制胜的关键。

另外，当投资机会出现后，市场对投资机会也会以各种理由从各方面予以怀疑，而随后确定的因素越来越多、不确定因素越来越少的过程，就是股价上涨的过程。所以，抓住近期对大盘或个股涨跌影响最大的某些利多利空因素，对其发展进程进行跟踪研究，也将使我们的投资具备前瞻性优势。

四、买卖时机——叠加共振

无论是大盘还是个股，起起落落都会受到众多因素的影响，不少重大的利空或利多在不合时宜或者敌众我寡的时间段出现往往被市场所忽略从而被贮藏起来。当利空（或利多）积累到一定程度、行情出现转势之时，被贮藏起来的利空（或利多）就会一个一个被发掘出来，成为行情趋势得以持续的重要推动力。

作为专业投资者，我们应该建立起相应的方法体系，能够时刻关注这些被贮藏起来的重大因素，在对趋势上下空间的把握以及在市场注意力转移方面走在其他投资者的前面。

图 7-2 为从量变到质变——多因素共振的示意图：股市的方向是多重利好利空综合作用的结果，不能单凭一种利好利空来判断未来的走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

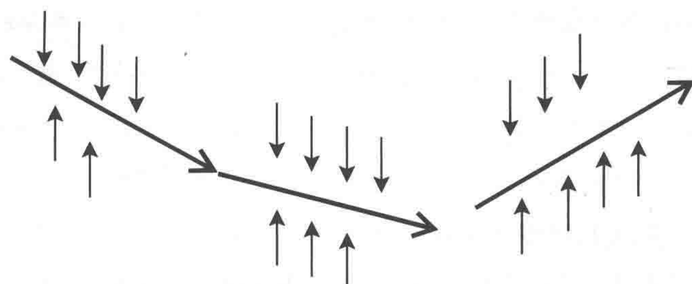


图 7–2 多因素共振

如图 7–2 所示，在利好不断涌现之初，股价不排除依然向下。因为一方面市场对利多利空的反应有一定的滞后性，另一方面股价的拐点不是来自利好利多相对力量的变化，而是来自利多利好绝对力量的对比，股价趋势转变这个拐点是无从研究确认的，它是来自压垮骆驼的最后一根稻草。明白这个道理，可以使我们在对趋势的判断上增加更多的耐心。

举一个例子，2004 年 2 月 1 日的“国九条”给中国股市的未来发展定下了基调，同年 9 月 13 日，在国务院常务会议上，温家宝部署经济工作“抓紧落实”国九条“各项政策措施。“国九条”给予中国股市以极高的定位，为股市展现了广阔的发展空间，属于股市的重大利好。2005 年 3 月，保险资金开始入市，而当时的大盘点位和上市公司估值水平也十分符合保险资金入市的要求，保险资金入市属股市的直接利好。但即使如此，我们看到，在种种利好的背景下，2005 年 3 月后，大盘指数依然顽固地下跌了 30%。因上述众多利好而入市抄底的资金损失惨重。

五、利多利空的积累决定了股价趋势反转后的空间

(正反两面分析适用于大类资产、投资机会、行业、个股所有领域！)

利空 1……

利空 2……

利空 3……

趋势过程中新增的利空 1……

趋势过程中新增的利空 2……

……利空的积累决定了股市下跌趋势的持续程度（股市堰塞湖）

重大事件引发投资者注意力的转移（引爆），利多或者利空将被深度挖掘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利多1……

利多2……

利多3……

趋势过程中新增的利多1……

趋势过程中新增的利多2……

……利多的积累决定了股市上涨趋势的持续程度（压抑的弹簧）

反映到股市上，就会出现"有重大利好股市不涨"或者"有重大利空股市不跌"的情况，其实不是不涨也不是不跌，只是时候不到。真实的利多利空迟早会在股市中反映出来，但是要等到投资者"群体思维"的注意力转过来的时候。时候一到，利多（或利空）一个个引爆，过往积累的利多（或利空）的强度和数量决定了股价上涨（或下降）的空间。

这就是投资者通常所感受到的"股市一涨，什么利好都出来了"和"股市一跌，什么利空都出来了"，这反映了投资者的一种从众心理，而"从众思维"是人类的自然现象，永远无法改变。明白了这一点，相信我们在股市投资中就会多一分耐心，少一分浮躁。对于股市运行的节奏也会有更好的把握。

第四节　过程研究

罗马不是一日建成的，对过程的深入研究，要形成耐心。

我们所说的过程分为两种：第一种是证券市场对利好利空的接受过程；第二种是利好利空对企业利润实际产生效果的过程。

一、过程研究——如果要期待变化，必须要有足够长时期的耐心和信心

变化总是比预想的要慢，很多投资机会在初步显露苗头之后，几年后才真正形成股价的大幅上涨。更艰难的是，从显露苗头到形成实质性股价上涨之间的过程往往是无声无息的，这要求我们抓住投资机会的苗头，跟踪研究，千万不能忘记了！要记录清楚，经常复习。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如：2004年国家就开始整顿血液制品市场，华兰生物股价持续下跌到2005年6月后才逐步攀升，2006年开始股价暴涨。甚至我们可以把视野放长一些，以汽车为例，当年汽车刚被发明时，也是长期得不到推广，价格极贵，在30年以后，汽车才开始大量取代了马车。

即便是同样的行为，是否能给企业带来实际效果以及所需的时间过程都需要深入分析，绝不能简单地听风就是雨！以营销改革为例，10年来，同仁堂年年都说营销改革，一直也没有看到什么明显的成效。武汉健民2005年就在说“华立入主，推进营销改革”，直到2008年遇到行业机会才有所成效。古越龙山2006年就在说营销改革有望打开黄酒销售局面，但至今效果不大。而张裕2003年上半年调整营销，2004年就开始显著见效。

从股市看，大级别的行情很少突然中断，泡沫也很难像气球被针戳破一样说破就破，修正错误同样需要时间。而偏偏在泡沫即将破灭之前往往出现加速飙升，反而成为短线赚取快钱的最佳时机（这个很折磨人）。反之亦然，股价跌入底部后价值被重新发现也需要时间的转换。

二、关于变化对股市的影响速度及力度的一些心得

（一）见实效（影响公司利润）的变化

（1）中间环节：有些变化是需要中间环节和政策推动的，有些变化是不需要的，不需要的就快并且量级高，需要的就会稳和慢一些。

（2）对政策的认识，有些政策是放水的，效果就极快；有些政策是堵水的，效果就要慢慢看。政策放水是指政策方向与市场自身行动方向相一致，政策堵水是指政策方向与市场自身行动方向相背离，又可以理解为政策放水是指政策对市场行为的放纵，政策堵水是指政策对市场行为的限制和改变。

（3）商品和服务的市场接受速度：我们的生活工作和周围环境都充满着因传统文化、经验、惯性和需要等长期积累而得来的价值观，并由此形成固有的方式及习惯，这种固有的行为习惯的改变是非常缓慢的。相对而言，那种假设现有的生活工作习惯不变的情况下，将市场已经接受了的产品和服务加以改进以提高性能和效果的做法则要实际得多，市场将很快以丰厚的利润给予回报。

（二）资本市场接受速度

（1）从资本接受速度来看，定性的因素容易理解，市场反应快，定量的市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反应就慢。

(2) 有些因素的效果是需要观察而后确定的，比如发改委“民资 20 条”，引导民间资金投资实业从而造成股市资金抽离这类股市利空，因为其所能影响的资金总量无从求证，只能是一步一步看效果。

(3) 资本市场中类似成功的案例和牛股比较多，市场对题材的接受就会很迅速而且预期很乐观，如 2004 年的深圳国资重组题材、2009~2010 年的古井贡酒行情等。

三、关于政府政策

政府政策是股市投资中一个重要的方面，但对待政策不能听风就是雨，应该以严谨的态度分析和评估各类政策，应注重考虑以下几点：①政策本身的明晰性、稳定性和强制性；②政策执行主体与作为政策客体的企业之间双向沟通的意愿、能力和效果；③各级政府主管部门对政策的落实程度、执行方式和实施效果；④政策执行再决策和政策调整情况。

欲达到政策目标，很多政策本身都存在一个逐步摸索成熟的过程。

以环保政策为例，开始也许是政策法规环保、道德约束环保、技术环保，但从世界各国的实践经验看，单纯的约束性法律法规、道德提倡等都往往不能被有效执行。只有做到了产权环保，环保的效果才能最终事半功倍。

什么是产权环保呢？是用产权明晰的利益驱动达到环境保护的目的，即建立一种只有保护好环境才能获利，环境越好则获利越多的环保与利润统一的机制(所有政策推动的事务，都存在这样一种需求)，并通过产权机制的设计，诱使经营者自发地关心环境、保护环境，我们将这种环保方式称为“产权环保”或“自律型环保”。产权环保更具根本性、高效性、内在性、自律性的优点。

四、过程的不可或缺——夯实逻辑——外因通过内因起作用

回顾过往投资的经验教训，单个人思考问题很容易产生偏差，发生“主观臆断”，不求甚解而轻易地把一些因素理解成为公司股价的利好或利空因素，看了一个鸡蛋就联想到一个养鸡场。归因来看，其实就是对过程的忽略，对过程中各种成本的忽略，对过程中各种不确定性的忽略。作为投资者，一定要想方设法提高我们思维逻辑的严谨性。作为价值投资，一切应围绕着企业利润，无论什么利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好利空，最后总要归根于对企业利润的影响，而利好的程度和确定性，也要看从利好到利润这个过程的成本和确定性。

企业利润=销售单价×销售量-(固定成本总额+单位变动成本×销售量)

这个公式应时刻牢记在大脑中，外因是通过内因起作用的，无论是什么外部因素的变化，都要影响到企业的利润，必然要通过公式右边中的变量发生作用，这个外部因素是否确确实实能提高企业产品的销售单价，为什么？是否确确实实能增加销售量，为什么？是否确确实实能降低企业的成本，为什么？这些都是需要认真考虑的。

五、过程不要走得太超前——讨论与必须反对

“妄想而不跟市场”是基本面研究型投资的大忌，如果想做中短线能涨的股票，就是需要其他人能够较快地认同你的基本面思维逻辑，所以讨论是必须的，讨论本身就是一个测试你的思维逻辑能否取得市场认同的小型实验。

选择讨论的对象很重要，既需要具备商业头脑的人，又需要对股市投资心理有一定把握的人。根据以往的经验，中短期就能见效的投资，往往是在讨论过程中能激发出大家兴奋不已的股票。

最忌讳以牵强的理由买卖股票，投资决策时我们不仅要考虑利好的确定性、利好的强度，还要考虑市场对利好的接受方式和程度。

要在市场中更好地生存，最理想的超前程度是：

(1) 资本市场接受程度方面，寻找大家已经注意到但是思路尚未整理成型的投资机会；

(2) 实际利润方面，寻找切实的利润超预期增长。

六、过程研究案例分析

过程研究在实际投资过程中极为重要，而大量的案例分析有利于提高我们对各种“过程”分析的意识和能力。下文将提供多例“过程”的分析，经过多起看似平淡案例的过程追踪，希望能够在不知不觉中使大家的投资水平得到大幅提升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例一：

是否进行过程研究——年复合收益率31%与17%

——高手与高手之间的收益率差距

巴菲特是进行过程研究的高手，这一点大家可能没有意识到。

巴菲特善于心算，对于每一只目标股票，巴菲特首先需要做的是对其以未来自由现金流折现的方式进行估值。

他的计算公式展开是：

公司价值 = 第1年自由现金流/(1+折现率)+第2年自由现金流/$(1+折现率)^2$+第3年自由现金流/$(1+折现率)^3$+第4年自由现金流/$(1+折现率)^4$+第5年自由现金流/$(1+折现率)^5$+第6年自由现金流/$(1+折现率)^6$+…–公司债务。

自由现金流是一种财务数据，用来衡量企业实际持有的能够回报股东的现金。指在不危及公司生存与发展的前提下可供分配给股东（债权人）的最大现金额。

自由现金流量等于企业的税后净营业利润（即将公司不包括利息收支的营业利润扣除实付所得税税金之后的数额）加上折旧及摊销等非现金支出，再减去营运资本的追加和物业厂房设备及其他资产方面的投资。它是公司所产生的税后现金流量总额。

自由现金流量可简单地表述为“利润+折旧–投资（维持性投资）”。

抛开这种方法的科学性和有效性不说，我们发现一个关键所在，只要是照这种方法去估算一家公司的价值，就必须尽量准确地去预测公司未来数年的自由现金流，这就要求投资者对公司业务（包括收入和利润）的开展和增长在时间过程上的进度进程做出有效的判断，也就是说要考虑“时间价值”。因为即便你预测对了公司未来5年的自由现金流总和，但是如果你把实际上第5年才发生的现金流预测到了第2年或者第3年，由于不同年份自由现金流在折现时所除以的（1+折现率）的乘方不同，那最终给公司估值的结果也会大为不同。

在亚当·史密斯所著的《超级金钱》一书中，巴菲特向作者介绍了格雷厄姆的另一位信徒赫伯特，他与巴菲特师出同门，自然投资理念颇有相通之处，他们都注重股票的内在价值，要求购买价格一定要低于内在价值。但赫伯特似乎永远不去考虑收益的时间价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，赫伯特购买一只叫“Penn Central”债券，他认为该债券由匹兹堡铁路公司和埃里克铁路公司做抵押担保，最终的结果一定会是好的。尽管等待的时间会很长，甚至有可能像作者所说的“等上 20 年”，但是结果是确定的，所以挣钱是肯定的。

赫伯特认为“这能使我安枕无忧，我不着急，好事总是多磨”。

如果换做巴菲特，他一定会着急的，因为，如果等待的时间真的很长，那么按照一定的折现率算下来，净现值很可能显示这笔投资是得不偿失的。

结果是显然的，从 1956~1969 年，注重时间价值从而注重过程研究的巴菲特取得了年复合收益率 31%的惊人战绩，而赫伯特虽然在 15 年内取得了年复合增长率 17%的辉煌战绩，但是和巴菲特相比就差太远了！

案例二：

好事多磨

——星湖科技的呈味核苷酸（1999~2009 年）

星湖科技呈味核苷酸核心技术突破之价值体现漫长过程如下：

20 世纪 90 年代，我国尚未掌握呈味核苷酸生产技术，完全依赖进口的时候，产品价格长期维持在 30 万元/吨水平。2000 年星湖科技掌握了生产该产品的核心技术，2001~2002 年，券商研究报告开始广泛看好星湖科技的呈味核苷酸技术和项目。

但星湖科技很快受到国际巨头的打压。2001 年产品价格迅速下降至 15 万元/吨，此后一直维持在 9 万~10 万元/吨水平。中投证券研究员余方升在研究报告中这样写道：“因为日、韩等国厂商向我国倾销，呈味核苷酸在国内的销售价格常年低于国际价格。”国际价格这么多年一直在 15 万元左右，而国内 2002 年还在 15 万元的水平，但是 2003 年开始就降到了 8 万元左右，这明显是为了打压国内厂商，主要是针对星湖科技。

2004 年 9 月 13 日，商务部正式收到广东肇庆星湖生物科技股份有限公司代表中国核苷酸类食品添加剂产业提交的反倾销调查申请，并于 2004 年 11 月 12 日发布立案公告，决定对原产于日本、韩国的进口核苷酸类食品添加剂进行反倾销调查。

2005 年 8 月 4 日商务部决定：自 2005 年 8 月 4 日起，经营者在进口原产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于日本、韩国的核苷酸类食品添加剂时，应依据初裁决定所确定的各公司倾销幅度(25%~144%）向中国海关提供相应的保证金。

2006年5月25日星湖科技公告：国家商务部发布了有关公告，对广东肇庆星湖生物科技股份有限公司提起的核苷酸类食品添加剂反倾销案做出肯定性终裁，决定对原产于日本、韩国进口核苷酸类食品添加剂征收反倾销税。自公告之日起，进口经营者在进口原产于日本、韩国的核苷酸类食品添加剂时，应当依据终裁决定的各公司反倾销税率向中华人民共和国海关缴纳相应的反倾销税。对日、韩各公司征收的反倾销税税率为：日本公司119%，韩国大象株式会社25%，其他公司119%。

对来自日本和韩国的核苷酸类食品添加剂征收高额反倾销税后，日本和韩国的产能全部转移至印度尼西亚、泰国和中国，由原来的5家变成4家，继续对中国内地出口。同时，更多地以走私方式进入内地的产品也日益加剧了国内市场的竞争。

2007年，经过十几年的市场培养，中国内地呈味核苷酸市场需求开始呈现出规模化快速增长。

2008年9月，中国发生三聚氰胺毒牛奶事件，国家对食品安全的重视得到大大加强。产品溯源制度的推行，强化了食品原料的渠道管理，加大了下游客户使用走私呈味核苷酸的法律风险。走私产品的减少，打破国内原有的供需平衡，2008年下半年开始，呈味核苷酸的价格呈现出不断上涨的态势，2008年之前每吨维持在8万~9万元，2008年底涨到10万~11万元，2009年上半年在13万元左右，2009年下半年开始加速上涨至17万元。

2009年3月，公司提起对产自于印度尼西亚和泰国的核苷酸反倾销被受理。

2010年1月4日，商务部初裁，自2010年1月5日起，进口经营者在进口原产于印度尼西亚和泰国的进口核苷酸类食品添加剂时，应依据本初裁决定所确定的各公司的倾销幅度向中华人民共和国海关提供相应的保证金。

作为国内唯一一家大规模生产呈味核苷酸的厂家，产品价格的上涨使星湖科技利润出现井喷，2006年公司净利润1917.90万元，2007年为-13855.93万元，2008年2900.09万元，而2009年前9个月就实现净利8890.65万元。同时，公司现金流充沛，1~9月经营活动产生的现金流达到2.21亿元，同比增加202.57%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个在1999年就实现了技术突破，在2001~2002年就被专业投资机构所广泛看好的呈味核苷酸项目在发展中途遭遇了7年的磨难之后，终于向投资者展现出了巨大的盈利能力。

分析呈味核苷酸价格的井喷过程：首先也是最重要的因素是2007年以来中国内地消费市场开始规模化快速增长，这使内地消费市场在跨国巨头的眼里由潜力市场转变为金牛市场。随着销售量的迅速上升，继续打压内地产品价格的机会成本大幅增加，继续打压将得不偿失，这实际上构成了呈味核苷酸市场的一个重大潜在利好。虽然这时呈味核苷酸的价格没有上涨，但是竞争局势和博弈各方的心理其实已经在发生着悄然的转变，呈味核苷酸价格大幅上涨的种子已经埋下了。其次，2008年9月中国的三聚氰胺事件，使低成本的走私产品逐渐失去了市场，国内呈味核苷酸市场开始出现供不应求的局面。最后，中国政府受理了对产自于印度尼西亚和泰国的核苷酸反倾销申请并开始落实反倾销措施，这更加加剧了内地市场中呈味核苷酸供不应求的局面，同时也极大地增加了国际巨头打压内地呈味核苷酸价格的难度。在这种情况下，不难想象，国际巨头在经过权衡成本和利弊之后，对呈味核苷酸价格由空翻多举措的出现则完全是在情理之中了。由此，一场国际巨头合谋打压中国内地呈味核苷酸价格，历时长达7年之久的恶意竞争行为终于画上了句号。

对比分析：为什么同为技术突破，星湖科技遭到跨国巨头长达7年之久凶狠的价格打压，而对比烟台万华，为什么没有受到跨国巨头的价格打压？我们研究发现，情势和运气更重要！

星湖科技的呈味核苷酸和烟台万华的MDI技术壁垒都很高，MDI难在工艺流程环节多且复杂，呈味核苷酸难在生产过程对培养基要求较高，若培养时间长则易染菌，对温度控制要求严格。在烟台万华和星湖科技取得技术突破时，这两种技术都是仅仅掌握在少数几家跨国公司的手里，很具有相似性。

烟台万华最初是引进日本的设备来制备MDI的，1983年底投料试车生产后就一直不很正常，不仅无法达到1万吨产能，而且生产质量也受到影响。于是，公司希望通过寻求境外技术合作伙伴来解决这些问题，也曾与巴斯夫、拜尔以及日本一些生产商谈判技术合作或引进，但受制于境外厂商的技术封锁，一直未取得实质性进展。客观条件的制约使公司下决心自主开发MDI生产技术，终于在1999年解除生产技术的瓶颈，使公司产能在1999年由1万吨提升到1.5万吨，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中间耗时 16 年之久。

自 1995 年起，得益于下游 PU 产品强劲需求的刺激，国际市场 MDI 供应紧张，缺口扩大，价格坚挺。1999 年时，国内聚氨酯需求旺盛，推动对原料 MDI 需求，1999~2003 年年复合增长率达到 23%，对经济增长需求弹性高达 2。而且产品需求仍保持高增长态势。在供不应求的情况下，提升产能是第一要务，国际巨头降价打压国内企业只能是白吃亏，无法遏制烟台万华市场份额的提高。

但星湖科技却没有这么幸运，从 20 世纪 90 年代初到 2006 年，经过十几年的市场培养，呈味核苷酸国内市场需求是自 2007 年起才呈现出规模化快速增长。在这之前，呈味核苷酸在中国内地市场绝对规模非常小，这给予了跨国巨头打压内地竞争对手的理由。

2001 年的时候，呈味核苷酸下游主要产品鸡精市场在发达国家和地区已经非常成熟而且市场容量巨大，例如欧美地区，鸡精与味精的使用比例为 9：1，日本、瑞士、韩国和中国香港地区的比例大约是 8：1，即使是在人口不超过 6000 万的非洲国家纳米比亚地区，其鸡精的销量也为 8000 吨。

但这时鸡精在中国却正处于起步阶段，鸡精的产量在整个调味品行业显得微不足道，虽然其发展的势头迅猛，但鸡精取代味精尚需时日。这是个潜力巨大的小规模细分行业，在这种阶段下，市场份额是绝对至关重要的，面对微不足道的市场销量，价格并不重要。同时，这一细分行业的中国市场并不是生产呈味核苷酸跨国集团的主要利润点，他们完全可以用其他地区和其他业务的盈利弥补这一块的损失，将竞争对手消灭在萌芽阶段以获取未来垄断庞大中国市场的希望。

回过头来再看，为什么从 2001~2008 年呈味核苷酸国内价格遭到跨国巨头的合谋打压从而持续低迷的时间跨度会长达 7 年？为什么这个痛苦的过程会这么漫长呢？通过上文的分析我们不难看出，主要原因在于跨国巨头结束对国内价格打压的条件始终没有形成，而这其中的主要原因又在于中国内地呈味核苷酸消费市场规模一直太小，国内市场从 20 世纪 90 年代初一直缓慢发展到 2007 年，才开始进入规模爆发期。

本书的前文中我们曾经说过，在商品和服务的市场接受速度上，固有的生活方式和习惯的改变是非常缓慢的！正是这种原因，呈味核苷酸作为一种调味品在对国人所习惯使用的传统味精的替代上，也表现出极为缓慢的进展速度。如果大家都明白了这个道理，那么当 2001~2002 年大量看好星湖科技核苷酸项目的券商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究报告涌现时，我们投资者是否就能够抱有一份耐心、冷静和客观呢？

案例三：

华海药业制剂出口业务的十年艰辛路（2002~2011年）

从国外特色原料药公司的发展历程来看，在制剂产品出口的时候净利润增长率都超过50%，股价和市值也是大幅度攀升（因为通常制剂产品毛利率在70%以上，而原料药毛利率低于50%）。前几年，我国特色原料药企业处于大范围出口的关键准备时期，如果成功将奠定中国特色原料药企业在全球的地位，相关企业业绩和股价也将爆发性增长。华海药业是国内为数极少的获得美国FDA原料药认证、FDA仿制药ANDA认证、EHS认证和cGMP认证的企业，也是我国最早筹划和以实际投入进军制剂出口市场的公司。公司在2011年制剂出口取得突破性暴增，但较低的产能利用率导致毛利较低；2012年以来，制剂出口持续爆发式增长，毛利率随之大幅提升，2015年后更是带动公司整体利润飙升。

然而，从2002年至今，风光背后，华海走过了十几年的艰辛。我们回顾公司在制剂出口方面的努力过程如下：

2002年华海药业提出要申请制剂FDA认证的时候，很多人都认为这对华海药业来说是难以逾越的鸿沟。当时，印度已经有36家企业通过了美国FDA认证，有38个制剂品种获得了美国FDA的批准，而中国一个也没有。事实上，从2002年有这个想法，到最后拿到认证，华海花了5年时间，投入的资金也超过1亿元。

2006年，公司继续处于投入期：公司实现主营业务收入55725.96万元，比上年同期增长31.66%；实现净利润11011.38万元，比上年同期下降14.66%。由于公司着眼于未来产品与市场的升级，加大了研发和市场开发的投入，公司各项费用增长较快，导致公司净利润下降。

2007年6月25日，一个号称中国原料药产业升级的标志性事件受到广泛关注。华海药业以公告的方式向外界宣布，其位于临海汛桥的固体制剂（片剂）生产厂区和位于临海社桥的川南原料药生产区通过了FDA认证，公司成为国内第一家通过FDA认证的制剂生产企业。

2007年7月12日，公司收到美国食品药品监督管理局（FDA）的通知，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司向FDA申报的奈韦拉平片的新药简略申请（ANDA）已获得批准，批准文号为ANDA078644。

2007年11月13日：公司收到德国卫生管理机构的GMP认证证书，确认公司位于浙江临海汛桥的固体制剂生产线通过了德国官方的GMP认证。该认证在欧盟国家共同有效。本次通过认证对公司拓展欧盟制剂市场具有重要意义。

2008年7月23日公司公告：华海药业与默沙东公司签订了多年期的制剂委托加工框架协议，为默沙东公司的一项专利产品进行制剂委托加工。

2009年上半年制剂出口不足1000万元，仅几百万元。

2010年4月资料：公司100亿片口服制剂建设项目已经完成土建工程，开始设备的招标采购工作，按照计划将在2011年的第二季度交付使用，届时将能够开始认证工作。在产品储备上，公司通过购买和自己申请等方法来获得ANDA的文号，2009年公司在美国的分公司花费了800多万元购买了药品的经营权。

2010年股东大会：公司将继续发展海外制剂出口的项目，在生产能力建设和海外注册认证两方面齐头并进。从目前的进展来看，公司还需要2~3年的时间才能真正在制剂出口上实现大规模的销售，因此近两年的业绩还是需要依靠原料药业务公司已经和默克公司签署了委托加工协议，一旦公司的生产设施通过认证，将能够快速地获得订单。我们预计在2013年以后会有较大规模的出口。但整体来看，公司的制剂出口业务还有较大的不确定性。

分析：华海药业作为我国进军制剂出口领域最具实力的领军企业之一，以制剂大规模出口为目标，其过程已经历时9年，而2010年公司股东大会却宣称预计还需要再过3年到2013年会见成效，其过程为什么如此之漫长？

回顾华海药业9年来的发展历程，2002~2007年历时5年获取制剂厂区的FDA认证，然后再申请德国官方的GMP认证，不仅如此，在获取官方认证之后，公司还需要和终端客户签订委托加工合同，扩大生产规模时新的生产线又要认证，新的品种经营权要申请。可以说从事制剂出口，事事处处都要认证和申请，而且作为医药行业，官方认证和客户认可历来都是最慢的。

本书前文曾经讲道：“有些变化是需要中间环节和政策决策的，有些变化是不需要的，不需要的就快并且量级大，需要的就会稳和慢一些。”制剂出口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是典型的中间环节复杂而缓慢的业务，况且华海药业作为我国制剂出口的先行者，所有的问题都是陌生的，缺少先例可以借鉴，这就更加导致了其业务上的进展缓慢。

背景知识：EHS 是环境管理体系；cGMP 认证为美国 FDA 制定的最新食品及药物生产质量管理规范；ANDA 为美国 FDA 的新药简略申请，通过该认证标志着产品具备了在美国市场销售的资格。

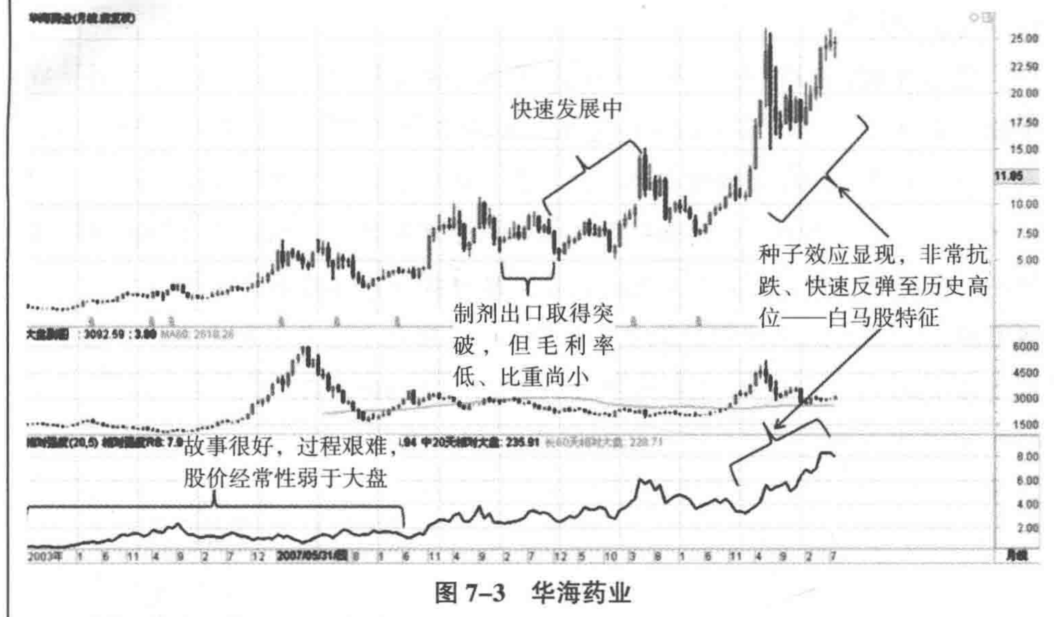


图 7-3 华海药业

案例四：

新大陆（000997）（二维码技术耗时十年尚在寻找市场突破 2000~2010 年）

从 2006 年开始一直到 2008 年上半年，华泰证券、长江证券就陆续发表研究报告，描述新大陆公司二维码产品面临重大机遇如图 7-4 所示，新大陆公司的利润增长情况一直不甚乐观。

新大陆公司的拥有二维码识读核心技术，2000 年以来努力寻找市场突破口。

其核心业务的发展历程如下：

2000 年 9 月，二维码自有码、二维码识读器研制成功。

2004 年报：金融 IT 服务事业部经过一年多的摸索、尝试，在充分了解移动数据服务与银行支付业务的基础上，结合公司拥有快速识读领域先进技术的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条件，在2004年找到了自己业务的主攻方向——“电子回执”，有望在未来两年成为公司一个重要的经济增长点。福建新大陆自动识别有限公司，经过4年的基础积累，在2004年取得了重要的突破，市场销售和经济效益突破性增长，产品超过50%出口国外，成立至今首次实现当年盈利（公司力求在最有前景的领域坚持推进市场化生存，很注重商用和市场销售）。

2005年5月长江证券的研究报告：新大陆是国内唯一掌握了二维码译码核心技术的厂家。

2005年报：2005年，“电子回执”基本完成了市场探索阶段，创新并实践了该产品在国内市场业务运营的模式。电子回执产品顺利通过中国移动的试点，并与中国移动签署战略合作协议，在上海、长沙、广东、北京、西南等地相继展开业务，推出了国内第一张二维码电子电影票、二维码电子折扣券、二维码电子VIP。电子回执产品商业化推广的时机和条件基本具备。公司基于子公司新大陆自动识别公司自有的二维码技术，研发了适用于农牧业的“动物标识溯源系统”和“种公牛冻精生产管理系统”及相关产品。

2006年4月中国移动正式通知电子回执由试点转向试商用。

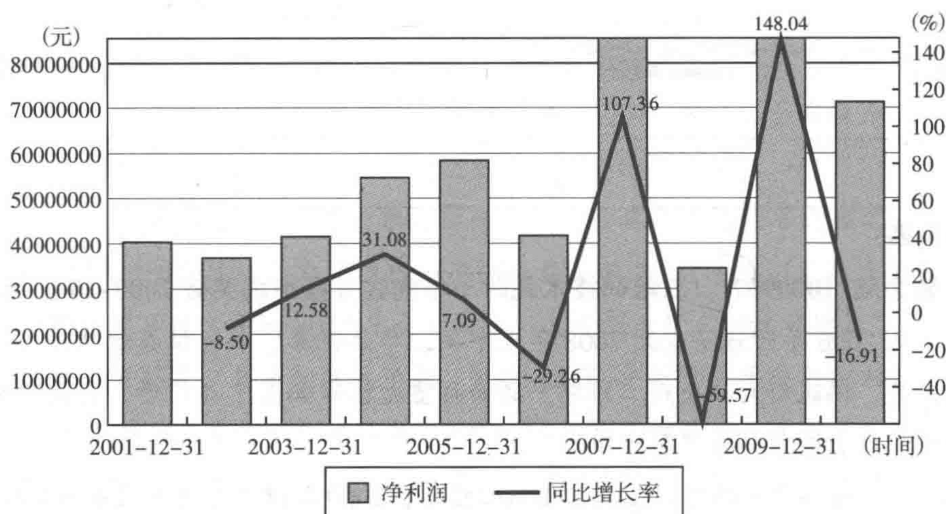


图7-4 新大陆

2006年7月26日，福建新大陆电脑股份有限公司与中国银联股份有限公司签署了有效期为三年的《电子回执产品业务应用合作框架协议》。

2006年9月4日，福建新大陆电脑股份有限公司公告中标“动物防疫标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识溯源工作使用的移动智能识读器设备购置项目”2400万元。

2006年报：因新业务开拓，公司利润滑坡。

2007年报：电子回执业务在2006年试商用期间，一整年只有221万条的流量，而2007年总共实现了3664万条流量。

2008年报利润大滑坡：主要系报告期证券等投资收益及公允价值变动收益等较上年同期减少5318万元所致。核心业务稳步推进中：在二维码技术及其应用方面，公司二维码识读器的销售受全球金融危机影响，欧美客户原拟实施的二维条码应用项目延期执行或取消，导致二维条码相关产品出口减少。基于二维码技术应用的“电子回执”产品，虽因地震、奥运封网、经济危机、电信业重组等原因造成一定影响，但条码凭证流量依然稳步增长。“电子回执”业务的商业模式得到各大运营商的认同。公司的二维码智能识读设备2008年在农业部动物溯源系统的项目中标率达到85%，总体市场占有率达71%。省级动物防疫信息系统项目已完成在四川、新疆的试点工作。

2009年受益于2008年的三聚氰胺事件，“食品溯源”开始加快。

2009年9月11日，新大陆股价开始飙升，15个交易日股价涨幅高达96%。10月12日，新大陆（000997）发布的三季报显示，1~9月，新大陆营业总收入同比增长6.66%。归属于上市公司股东的净利润同比增长97.88%。当天涨停。

2009年报：2009年，公司在从2006~2008年成功完成电子凭证的技术符合性验证和市场符合性验证的基础上，开始全面转入商业符合性验证。2009年完成条码凭证生成流量超过6000万条，同比增长超过80%，营业收入2960万元，同比增长35%。

农业部溯源项目：公司曾期望农业部溯源项目在2005年贡献一定业务量，但实际进展情况有所延缓。然后又预期其将在2006年成为公司业务成长的重要推动因素。2007年农业部溯源项目有中标的。公司的二维码智能识读设备2008年在农业部动物溯源系统的项目中标率达到85%，总体市场占有率达71%。2009年农业部溯源项目销售读写机具4万台，是2008年销量的两倍。

2010年报：在电子回执业务方面，继续向多运营商通道、多传递方式的目标努力。通过多种形式继续加强与金融、淘宝、新浪、腾讯等产业链中重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场力量的合作，推进外部业务拓展，加强重要行业客户的推广力度；翼码凭证成功在淘宝上应用。在智能溯源业务方面，中标了多个城市的“放心肉”体系建设项目，在农业畜牧领域，由于当年客户采购计划较上年减少，该部分销售业务有所下降，但该类产品的市场占有率仍保持仍超过 70%。

从“过程研究”的角度对新大陆业务性质和未来发展速度的研究分析：

(1) 公司的电子回执业务和二维码识读设备都属于新兴的物联网业务，前景无限。然而，这类业务不是由一家厂商直接向客户提供的普通产品和服务，物联网业务属于大价值系统的产品和服务，需要生产商、集成商、运营商、商家和用户等多方协同努力，需要全产业链通力合作（图 7–4 为电子回执业务的流程图，可以看到业务开展的相关主体很多)，需要较多的互补和配套条件才能向前推进。这类业务的发展轨迹通常呈现为向上的抛物线走势，要经过长期低速发展的酝酿，才能迎来爆发。而且，物联网业务改变的是人们的生活习惯，本书不断强调，凡是需要改变习惯，其发展速度都慢。从中国物联网的发展现状来看，酝酿期还太短，短期内期望物联网高速发展条件尚不成熟。而且，其中的电子回执属于支付领域，敏感度很高，和医药行业一样，难以容忍错误，需要高度谨慎和高度确定性，这将进一步拖慢其业务发展节奏（见图 7–5)。

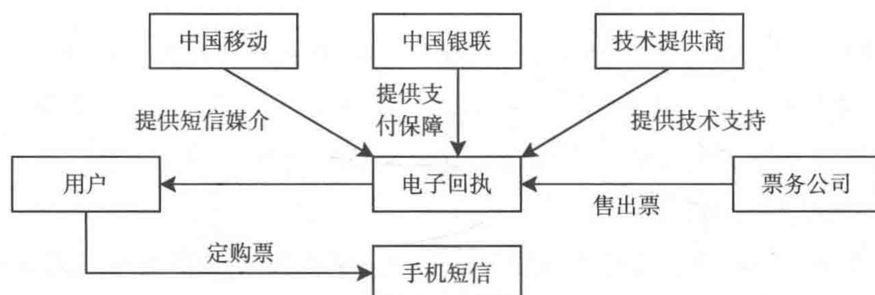


图 7–5 流程

(2) 公司的“农业部动物溯源”项目，属于农业部政策性推动的项目，动物溯源本身增加了产品成本，政策强行推动，我们至今未看到市场主体的利益驱动制度得到有效建立，在这种情况下，政策无疑将被打折执行。这就是为什么我们在上文多次看到公司提及的农业部溯源项目进展低于预期的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例五：

山东药玻中性硼硅玻璃

——必然的趋势和漫漫的等待

很久以来，出于安全的原因，除了中国之外，世界其他各国都禁用了7.0低硼硅玻璃容器用于医药产品的包装。所以，作为医药包装材料，由中性硼硅玻璃全面替代低硼硅玻璃早已是公认的大势所趋。

2005年山东药玻在国内率先研制成功中性硼硅药用玻璃，并通过了国家食品药品监督管理局和国家医药包装协会的鉴定，产品填补了国内空白，获得生产许可证，并已经生产出合格的生物制剂模制瓶和生物制剂管制瓶。公司号称是国际上第五家、国内唯一一家掌握I类玻璃生产技术的企业。这使山东药玻拥有巨大的想象空间。

10年过去了，从山东药玻历年的年报中，却鲜见I类玻璃所带来的利润。山东药玻的股价也走得颇为疲弱，由于对过程周期的低估，看好山东药玻I类玻璃项目的长线资金数年来投资效率低下。

表7–6　前次募集资金投资项目实现效益情况对照表

编制单位：山东省药用玻璃股份有限公司　　　　单位：万元

实际投资项目		截止日投资项目累计产能利用率	承诺效益	最近三年实际效益			截止日累计实现效益	是否达到预计效益
				2012年	2013年	2014年		
序号	项目名称		年利润总额	利润总额	利润总额	利润总额	利润总额	
1	高档轻量薄壁棕色药用玻璃瓶项目	102.22%	4300.00	1752.55	1943.08	2070.68	23239.01	否
2	新型生物制剂包装材料项目	—	3200.00	-11.34	-271.72	-325.15	-608.21	否

[作为2007年增发两大项目之一的生物制剂包装材料（I类玻璃项目）连年持续亏损且呈加速之势，2015年单年亏损更是高达954万多元。]

究其原因，主要有两点：

（1）药用玻璃升级依赖于政策推动，这使其在时间上具有极大的不确定性。低硼硅玻璃的淘汰是I类玻璃大范围应用的主要推动因素，但国家药监部门认为："几十年的实践证明，7.0低硼硅玻璃能保证一般药品的质量和使用，至今也并没有因玻璃材质而引起的重大药品安全事故，短期内全面淘汰低硼硅玻璃是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现实的。”可以看到，尽管药用玻璃升级是大势所趋，但在并没有严重问题出现的情况下，中国药监部门“很舒服”，既没有动力也没有压力做出太大改变。

千万不要小看这一点，历史证明，未来只要长期不出现严重问题，管理部门将仅在局部领域进行改善性引导，而推动药用玻璃全面升级的政策就很有可能长期的、十年、二十年不出台。

联想中国的B股市场，不正是这样吗？从2000年开始，消灭B股的呼声就此起彼伏，消灭B股的各种提案也纷纷出笼，消灭B股似乎已成定局，仅存时间问题而已。然而，管理层认为“B股问题充其量也不过是内地资本市场疥癣之疾，至少并非迫切需要医治。”紧迫性的不足使B股市场问题一拖再拖，十年过去了，深套B股之中的投资者似乎越来越看不到希望了。

药用玻璃升级和B股市场问题给予我们深刻的教训，对于需要政策推动的投资机会，一定要慎之又慎，正如本书前文所述，在没有诱人的动力和生死存亡的压力存在的情况下，改变很难发生，原有落后政策的持续性很可能远远地超出我们的预期！

（2）I类玻璃是山东药玻2007年定向增发项目（同时也是2015年的增发项目）。针对该产品市场需求大但公司生产成品率迟迟不能达到盈亏平衡点，董事长柴文坦言，该产品包括针帽、注射针、玻璃套筒、针管、活塞、推杆等四五个部件，目前，公司已获得其核心部件的注册，可向市场销售，但其他部件尚需一个个注册审批，在未获得该产品全套部件注册审批之前，难以整套向市场销售，而客户一般都希望买到整套产品，因此该产品近年未能给公司带来多大收益。

这点同前文所述的华海药业一样，医药和医疗产品由于层层审批，事事注册，新业务往往进展很慢。但也正是这个原因，一旦业务进入正轨，相对于潜在的竞争者则拥有了“时间壁垒”优势，可以保证在一个较长的时间段内获取稳健的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节　风险控制

一、组合投资、分散风险

表 7-7　组合投资

投资组合中的股票数量	投资组合年收益的平均波动性（风险%）	投资组合与单一股票波动性（风险）之比
1	49.24	1.00
2	37.36	0.76
4	29.69	0.60
6	26.64	0.54
10	23.93	0.49
30	20.87	0.42
100	19.69	0.40

资料来源：《金融与数理分析》。

安全绝对是第一位的！绝不把鸡蛋放在同一个篮子里！

从表 7-7 可以看出，随着组合中股票只数的增加，降低风险的边际效果在迅速递减，特别是当持有的股票超过 10 只时，风险继续下降的边际幅度变得很小。

所以，我们建议采用适度集中、组合投资的投资风格来分散股票的非系统性风险，并且严格确保将重仓的股票的相关系数控制在较低水平（如 0.6 以下），以预期收益率高、相关关系弱的股票品种构建有效投资组合。

二、定期的模型估算让大脑保持清醒状态

利用马柯威茨（Markowitz）均值方差模型估算多风险资产组合比例（见图 7-5）。

Markowitz 均值方差模型可以避免人为因素的干扰，利用客观数据精确计算各风险资产以及风险资产与低风险资产的投资组合比例，主要缺点在于计算量过大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

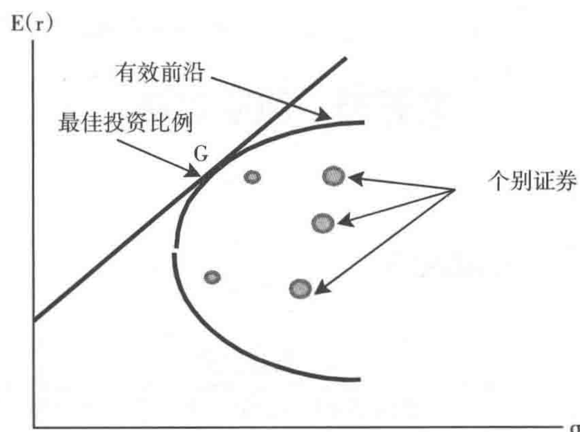


图 7-6 数字模型

现在，我们可以利用 Excel 规划求解、Lagrange 乘数法求解和 VBA 编程功能对经典的 Markowitz 均值方差模型进行数学建模处理，大大简化了其数学计算量。而市面上也有价格低廉的相关软件出售，建议投资者定期对自己的股票投资组合进行最佳投资比例的量化估算。其价值在于定期的客观数据计算能够使我们时刻保持清醒状态，以部分数据计算替代完全的主观决策使投资决策系统更加客观、有效和稳定。

三、本书的风控措施贯穿投资过程的各个环节

在股票投资中，最常用的风险控制方法有两种，即安全边际法和分散投资法。

安全边际是指股票的价格低于价值的差距，如股票的价格低于价值 50%就是有较高的安全边际了。

分散投资法，是现代投资理论的新发明。投资组合理论认为，若干种证券的投资组合，其收益率是这些证券的加权平均数，但其风险不是这些证券的加权平均数，投资组合能降低风险。

我们在上文中的“组合投资分散风险”和“利用 Markowitz 均值方差模型估算多风险资产组合比例”都是分散投资法的具体应用。

两种风控措施都有其价值和成功范例，如果说巴菲特是安全边际法的最经典代表，那么彼得·林奇可以说是应用分散投资法最成功的投资大师了。

本书没有单独章节介绍风险控制，并不是不重视风险控制，恰恰相反，正是因为太重视风险控制了，本书的全部篇幅几乎都在围绕着风险控制展开，整本书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的构架就是一个风控系统，全部内容体现出一个主要精神，那就是“先胜而后战”。投资就像打仗，要先把自己和对手研究透并设计好，再投入资金，这才是最大的风险控制措施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值狙击

股市基本面实战

升级版

当股市开始朝对我有利的方向发展时，我有生以来第一次感觉到了世界上最强大的、最真诚的盟友——基本面。它不遗余力地帮助我。尽管有时它反应比较迟钝，但只要我耐心等待，它总是可靠。我不再启用自己的行情分析能力，不再启用对时机的预感，而是对事情进行逻辑分析，这让我赚了不少钱。

——杰西·利弗莫尔（股票做手，华尔街最大的神话）

每个人都有自己独有的信息优势。

——彼得·林奇（世界级著名基金经理）

人人皆可成富豪！一个主要的，也是普遍存在的错误是，预测短期市场的走势并且把所有的投资建立在高风险因素之上，这是一种几乎能毁灭所有优秀投资的战略。对所有非常成功的投资者而言，最核心的是通过以知识代替情感，搭建正确的知识体系，来帮助我们赚大钱。

——弗雷德里克·科布里克（美国著名成长股基金经理，20世纪90年代三大投资家之一）

有一点非常重要，就是对于你买进的任何一只股票，你都要真正地去了解这家公司的基本情况。

——威廉·欧奈尔（世界级动量投资宗师）

发现前景令人兴奋的股票应市价买入，固执于微小的价格差异要付出极其昂贵的代价。

——菲利普·A.费舍（巴菲特最为推崇的成长股投资鼻祖）

如果你的投资决策能不受情绪影响，而且按长期基本面来拟定投资策略，那么不管股票市场是涨是跌，你照样都能获利。

——马克·墨比尔斯（新兴市场投资教父，全球50位最具影响力的人物之一）

ISBN 978-7-5096-4769-1



责任编辑：杨国强　张瑞军
装帧设计：杨丰瑜
经济管理出版社网址：www.E-mp.com.cn

定价：58.00元